

ROYAUME DE BELGIQUE

Avis 42.525/2
DU 16 AVRIL 2007

DE LA SECTION DE LÉGISLATION
DU CONSEIL D'ÉTAT

Le CONSEIL D'ÉTAT, section de législation, deuxième chambre, saisi par le Vice-Premier Ministre et Ministre des Finances, le 16 mars 2007, d'une demande d'avis, dans un délai de trente jours, sur un projet d'arrêté royal "relatif aux offres publiques d'acquisition", a donné l'avis suivant :

Comme la demande d'avis est introduite sur la base de l'article 84, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, 1/, des lois coordonnées sur le Conseil d'État, tel qu'il est remplacé par la loi du 2 avril 2003, la section de législation limite son examen au fondement juridique du projet, à la compétence de l'auteur de l'acte ainsi qu'à l'accomplissement des formalités préalables, conformément à l'article 84, § 3, des lois coordonnées précitées.

Sur ces trois points, le projet appelle les observations ci-après.

Préambule

À l'alinéa 1^{er}, la mention de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition doit être omise, cette directive ne procurant pas de fondement légal à l'arrêté en projet.

En revanche, le projet sera complété par un article 1^{er} nouveau qui fera mention de ce que le projet assure la transposition partielle de cette directive.

Dispositif

Article 1^{er}

1. Le 2/ de l'article 1^{er} définit l'"établissement de crédit" et exige que celui-ci soit établi en Belgique. Cette exigence peut se justifier pour des raisons pratiques comme en ce qui concerne la réception des acceptations et le paiement du prix (article 3, 7/). En revanche, elle pose problème dans la mesure où il s'agit de financement de l'offre publique d'achat (article 3, 2/) qui peut être assurée par un établissement de crédit situé à l'étranger. Au surplus, la référence à un établissement en Belgique va à l'encontre du principe de la liberté de prestation des services bancaires telle qu'organisée par l'article 66 de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit, modifiée par la loi du 19 novembre 2004.

Une observation analogue vaut pour le 3/.

.../...

2. Le 4/ de l'article 1^{er} fait référence au "règlement CE sur les concentrations" du 20 janvier 2004 relatif au contrôle des concentrations entre entreprises.

Dans la mesure où il est fait ultérieurement référence également aux "dispositions nationales similaires" (voir l'article 4), il y aurait lieu de définir à l'article 1^{er} tout au moins la législation belge qui est visée, à savoir la loi du 10 juin 2006 sur la protection de la concurrence économique, coordonnée le 15 septembre 2006.

3. Le 6/ définit l'"entreprise détentrice" en se référant à la "société, la personne morale autre qu'une société ou la construction similaire qui détient plus de 30 % des titres avec droit de vote d'une société visée". Dans un souci de sécurité juridique, l'auteur du texte devrait préciser dans le rapport au Roi à l'aide d'exemples ce qu'il y a lieu d'entendre par "la construction similaire".

Article 7

1. La seconde phrase de l'alinéa 1^{er} prévoit que l'avis est publié "conformément aux modalités établies par la CBFA", alors qu'il serait préférable que ces modalités soient déterminées par l'arrêté en projet.

2. Selon l'article 7, lorsque la CBFA est saisie d'un avis de lancement d'une offre publique d'acquisition, elle en informe notamment "1/ l'opérateur du marché concerné (...)".

L'auteur du texte devrait préciser ce concept, qui ne figure ni dans l'arrêté royal du 8 novembre 1989 relatif aux offres publiques d'acquisition et aux modifications du contrôle des sociétés, qui parle d'"autorité de marché" (article 6), ni dans la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, qui fait référence à l'"entreprise de marché" (article 2, 7/). Cette notion n'est pas davantage définie dans la loi du 1^{er} avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition.

Article 8

1. Le paragraphe 2 de l'article 8 permet à la CBFA de requérir de la part d'une personne qui a fait "elle-même ou par voie interposée" des déclarations suscitant des interrogations dans le chef du public, une clarification de ses intentions quant au lancement d'une offre.

Dans la version française, les termes "par voie interposée" sont vagues et source d'insécurité juridique. Ils ne correspondent d'ailleurs pas parfaitement aux termes utilisés dans le texte néerlandais " via een tussenpersoon ".

L'auteur du texte devrait clarifier le concept utilisé d'autant qu'il y a lieu également de considérer la situation dans laquelle l'origine des rumeurs ne peut pas être déterminée.

2. Lorsque la personne en question n'a pas répondu dans le délai imparti par la CBFA ou a signalé ne pas vouloir lancer une offre publique, elle doit s'en abstenir pendant une période de six mois sauf si elle démontre que

"(...) les circonstances, la situation de la société visée ou l'actionnariat des personnes concernées ont été modifiées de manière importante".

Il y aurait lieu, dans un souci de sécurité juridique, de préciser que cette démonstration doit être apportée à la CBFA. Le texte doit, dès lors, être rédigé comme suit :

"(...) ou de l'expiration du délai accordé par la CBFA, sauf si elles lui démontrent que les circonstances (la suite comme au projet)"

3. Enfin, le paragraphe 2 de l'article 8 traite de la confirmation de l'intention de lancer une offre "dans un délai raisonnable". Ici aussi se pose un problème de sécurité juridique. S'il convient de conserver une certaine souplesse compte tenu de la multiplicité des situations qui peuvent se présenter, on peut néanmoins se demander s'il ne convient pas de fixer un délai maximal pour le lancement d'une telle offre.

.../...

Article 10

L'article 10 impose une obligation d'abstention aux "parties à l'offre". Il s'inspire directement, selon le rapport au Roi, de l'article 23 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989, précité.

Ce dernier texte est plus clair. En effet, plutôt que de "parties à l'offre", il parle de "l'offrant, la société visée et les personnes agissant de concert avec eux". La compréhension du texte gagnerait en clarté par un renvoi direct à l'article 3, § 1^{er}, 7/, de la loi.

Article 11

Le projet d'arrêté prévoit en son 1/ qu'à la demande de la CBFA, doivent lui être communiqués "tous les accords susceptibles d'avoir une incidence substantielle sur l'évaluation de l'offre, son déroulement et son issue".

En outre, aux termes du 2/ de l'article 11, doivent être publiés selon les modalités définies par la CBFA, "les clauses pertinentes d'un accord susceptible d'avoir une incidence substantielle sur l'évolution de l'offre, son déroulement et son issue".

Le rapport au Roi précise que les clauses pertinentes à publier sont celles qui figurent dans les accords qui lui ont été communiqués. Ce lien entre la communication et la publication ne ressort pas clairement du libellé de l'article 11. Aussi, il est suggéré de rédiger le 2/ comme suit :

"2/ Les parties à l'offre publient selon les modalités déterminées par la CBFA, les clauses pertinentes d'un accord qui lui a été transmis conformément au 1/ et qui est susceptible d'avoir une incidence substantielle sur l'évaluation de l'offre, son déroulement et son issue."

Articles 12 et 13

1. L'obligation de déclaration prévue par l'article 12 du projet peut donner lieu à un traitement de données à caractère personnel au sens de la loi du 8 décembre 1992 relative à la protection de la vie privée à l'égard des traitements de données à caractère personnel.

Il en va par conséquent de même pour l'article 13 du projet, selon lequel

"La CBFA rend publiques quotidiennement sur son site web les opérations qui lui ont été déclarées conformément à l'article 12."

Le rapport au Roi devrait indiquer comment les garanties prévues par la loi du 8 décembre 1992, précitée, seront assurées.

2. La déclaration visée à l'article 12, § 1^{er}, doit avoir lieu chaque jour ouvrable, "après la clôture du marché le plus liquide des titres concernés".

L'auteur du texte devrait préciser comment se détermine le marché "le plus liquide".

Par ailleurs, comme l'offre peut également porter sur des titres qui ne sont cotés sur aucun marché, il serait plus exact de préciser, "le cas échéant, après la clôture du marché le plus liquide des titres concernés".

Articles 16, 17 et 19

1. L'article 16, alinéa 1^{er}, 2/, s'inspire de la formulation de l'article 557, alinéa 1^{er}, du Code des sociétés, qui concerne la société anonyme. Conformément à l'alinéa 3 de cet article 557, les décisions ou opérations visées par cet article sont immédiatement portées à la connaissance de l'offrant par le conseil d'administration.

Le Conseil d'État se demande d'où résulte pareille obligation de notification à l'offrant lorsque l'article 557 du Code des sociétés n'est pas applicable à la société visée. Les décisions ou opérations visées à l'article 16, alinéa 1^{er}, 2/, du projet doivent-elles, dans ce cas, être nécessairement considérées comme "ayant pour but ou étant susceptible de faire échouer l'offre" au sens de l'article 19 du projet ? De manière plus générale, il convient du reste de préciser ce qu'il y a lieu d'entendre, dans cet article, par les termes "toute autre décision ayant pour but ou étant susceptible de faire échouer l'offre".

De même, il y a lieu de préciser ce que l'article 17, alinéa 1^{er}, 2/, entend exactement par les termes "autorisation administrative requise pour l'acquisition des titres qui font l'objet de l'offre, pour autant qu'il ne s'agisse pas d'une autorisation administrative telle que visée à l'article 4". Il convient notamment de faire apparaître clairement si cette dernière réserve est également d'application lorsqu'il n'est pas fait usage de la faculté prévue par cet article 4; dans ce cas, en effet, l'article 18 du projet n'est pas davantage applicable.

Enfin, l'alinéa 2 des articles 16 et 17 prévoit que la publicité de la modification ou du retrait de l'offre est assurée "selon les modalités déterminées par la CBFA". L'observation formulée au sujet de l'article 7, alinéa 1^{er}, du projet vaut aussi pour ces deux dispositions : l'arrêté en projet doit donc les déterminer lui-même.

2. L'article 16 prévoit que, "moyennant l'autorisation motivée de la CBFA, l'offrant peut modifier ou retirer son offre" notamment en cas de "décisions ou opérations qui ont ou peuvent avoir pour effet de modifier de manière significative la composition de l'actif ou du passif de la société visée, ou des engagements souscrits sans contrepartie effective". Aux termes de l'article 557 du Code des sociétés, ces décisions et opérations ne peuvent être décidées que par une assemblée générale spéciale sauf dans les cas où elles sont déjà "suffisamment engagées" par le conseil d'administration.

L'auteur du texte doit expliquer la portée de l'autorisation motivée de la CBFA dans une telle hypothèse. Il ne se conçoit pas en effet que, dans le cas d'une modification "significative de l'actif ou du passif de la société visée", la CBFA puisse refuser la modification ou le retrait de l'offre initiale.

Article 20

L'article 20 vise la situation d'une offre publique d'acquisition lancée sur une société par l'offrant qui en a déjà le contrôle.

Le rapport au Roi précise que le contrôle doit être apprécié conformément à l'article 5 du Code des sociétés.

Il y aurait lieu d'apporter cette précision dans le texte même de l'alinéa 1^{er} de l'article 20 au même titre que le second alinéa de cet article fait expressément référence à l'article 11 du Code des sociétés pour la définition de " personnes liées à l'offrant ".

Article 21

L'alinéa 2 de l'article 21 dispose que l'expert doit justifier à la CBFA son indépendance vis-à-vis de l'offrant et que le rapport qu'il doit établir doit contenir une justification "adéquante" à cet égard.

Il faut en déduire que la justification qui est donnée dans le rapport n'est pas nécessairement celle donnée à la CBFA.

Le rapport au Roi précise que la justification à l'égard de la CBFA doit être "circonstanciée et complète" tandis que celle figurant dans le rapport doit être "adéquante".

Dans un souci de sécurité juridique l'auteur du texte devrait expliciter ces différents concepts, fût ce à l'aide d'exemples tirés de la pratique donnés dans le rapport au Roi.

Article 22

Le paragraphe 2 de l'article 22 contient un certain nombre de concepts qu'il y a lieu pour éviter des discussions ultérieures de préciser autant que faire se peut à l'aide d'exemples. C'est le cas notamment lorsqu'il est demandé à l'expert de démontrer "de

.../...

manière pertinente" que son indépendance n'est pas compromise (alinéa 1^{er}, in fine) ou lorsqu'il y a présomption de dépendance ou de conflit d'intérêts en cas d'existence d'"un lien juridique" (alinéa 2, 1/), d'"un intérêt pécuniaire" (alinéa 2, 2/) ou "de dépendance économique" créée par l'existence d'une dette ou d'une créance dans le chef de l'expert (alinéa 2, 4/).

Les précisions demandées ne sont pas de nature à enlever au texte la souplesse souhaité par son auteur.

Article 25

Selon le projet, "un détenteur de titres qui a accepté dans le cadre de l'offre, peut toujours retirer son acceptation pendant la période d'acceptation".

Le rapport au Roi précise que cette révocabilité d'une acceptation dans le cadre d'une offre ne porte pas atteinte au caractère contraignant des engagements que certains détenteurs de titres ont souscrits avant l'offre, ces engagements demeurant régis par les règles du droit des obligations.

Le dispositif devrait contenir cette précision.

Article 28

Le deuxième paragraphe appelle des observations similaires à celles formulées au sujet des articles 12 et 13.

En outre, au paragraphe 2, l'auteur du projet doit veiller à ce que les détenteurs de titres membres de l'organe d'administration bénéficient de droits équivalents à ceux accordés aux autres détenteurs, notamment celui, prévu par l'article 25, 1', du projet, de retirer son acceptation pendant la période d'acceptation ou encore, plus généralement, celui garanti par l'article 3, paragraphe 1, b), de la directive 2004/25/CE, précitée, et par l'article 9, 2/, de la loi du 1^{er} avril 2007, précitée, de "disposer de suffisamment de temps et d'informations pour être à même de prendre une décision sur l'offre en toute connaissance de cause".

Enfin, l'auteur du projet doit préciser ce qu'il faut entendre par "détenteurs de titres qu'en fait ils représentent".

Article 30

Selon l'article 30, la période d'acceptation de l'offre peut débuter cinq jours après l'approbation du prospectus, c'est-à-dire à un moment où le mémoire en réponse de la société visée n'a pas nécessairement encore été approuvé par la CBFA.

Selon le rapport au Roi,

"Dans des circonstances normales, les détenteurs de titres disposeront (...) du mémoire en réponse pendant la période d'acceptation."

S'il est vrai, comme le relève ce rapport, que singulièrement en cas d'offre hostile, il y a lieu d'éviter des manœuvres dilatoires concernant le mémoire en réponse, il n'en demeure pas moins que dans un souci de parfaite information des détenteurs de titres quant à l'attitude à adopter vis-à-vis de l'offre, la position de la société visée est importante. Il y aurait dès lors lieu de mettre en place des mécanismes contraignant la société visée à formuler son mémoire en réponse dans un délai impératif.

Article 31

L'article 31, alinéa 2, prévoit une prolongation de la période d'acceptation de l'offre lorsqu'il y a acquisition par l'offrant ou par une personne agissant de concert avec lui pendant la période d'offre de titres sur lesquels porte l'offre, à un prix supérieur à celui de l'offre. Selon ce texte, cette prolongation de la durée d'acceptation de l'offre bénéficie aux "détenteurs de titres qui n'ont pas encore accepté l'offre".

Pour les détenteurs qui ont déjà accepté l'offre, il faut considérer qu'en application de l'article 15, § 2, et 25, 2/, du projet d'arrêté, ils bénéficient automatiquement de l'augmentation du prix. Pour éviter toute incertitude à cet égard, il y aurait lieu de le préciser dans le rapport au Roi.

.../...

Articles 32 et 33

Ces articles doivent préciser la forme de la publicité requise.

Article 39

Cet article prévoit qu'"entre la publication de l'avis annonçant l'intention de lancer une contre-offre ou de surenchérir et le jour de l'expiration de la période d'acceptation de l'offre dont le prix est majoré conformément à l'article 37, s'écoule au moins un jour ouvrable".

Ainsi formulée, cette disposition n'indique pas clairement si la publication de l'avis annonçant la contre-offre doit précéder l'expiration de la période d'acceptation de l'offre ou l'inverse, ce qui serait incohérent. En premier lieu, parce que, si tel était le cas, il n'y aurait pas vraiment "concurrence d'offres publiques" au sens de l'article 8, alinéa 2, 2/, de la loi du 1^{er} avril 2007, précitée, mais plutôt succession. Ensuite, parce qu'en l'état actuel, l'article 34 de l'arrêté royal du 8 novembre 1989, précité, prévoit que "l'avis relatif à la contre-offre ou à la surenchère doit être rendu public deux jours au moins avant la clôture de la dernière offre, contre-offre ou surenchère", donc pendant la période d'acceptation de celle-ci, et non après. Enfin, parce qu'on ne voit pas comment cette période d'acceptation serait "prorogée", conformément à l'article 40, § 1^{er}, alinéa 2, 4/, si l'avis annonçant la contre-offre ne pouvait être publié qu'après l'expiration de cette période d'acceptation.

La rédaction de cet article doit donc être clarifiée à cet égard, par exemple en ne s'écartant de celle de l'article 34, précité, que dans la mesure où cette règle doit être amendée.

Articles 42 et 44

Selon le rapport au Roi, les articles 42 à 44 du projet constituent la transposition des articles 15 et 16 de la directive OPA.

L'article 15 de la directive prévoit en son paragraphe 2 que les États membres introduisent un retrait obligatoire dans un des deux cas suivants :

a) "lorsque l'offrant détient des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote et 90 % des droits de vote de la société visée" (le chiffre de 90 % pouvant être porté à 95 %);

ou

b) "lorsque, à la suite de l'acceptation de l'offre, il a acquis ou s'est fermement engagé par un contrat à acquérir des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote de la société visée et 90 % des droits de vote faisant l'objet de l'offre".

L'article 42 transpose imparfaitement cet article 15 dans la mesure où il accole les deux situations susconsidérées. L'auteur du projet a manifestement retenu l'hypothèse visée à l'article 15, paragraphe 2, a), en portant néanmoins le seuil de 90 % à 95 %. Il y a donc lieu de supprimer le dernier membre de phrase de l'article 42, alinéa 1^{er} : "à condition qu'il ait acquis, par acceptation de l'offre, des titres représentant au moins 90 % du capital assorti de droits de vote faisant l'objet de l'offre".

L'article 44, § 1^{er}, alinéa 1^{er}, doit être également revu en ce sens.

Article 44

Dans le second paragraphe, il y a lieu de prévoir le même "délai de trois mois" - et non "de nonante jours ouvrables" - qu'à l'article 43, alinéa 1^{er}, du projet, conformément aux articles 15, paragraphe 4, et 16, paragraphe 3, de la directive 2004/25/CE, précitée.

Article 46

Les c) et d) du paragraphe 3, alinéa 1^{er}, 3/, de même que le second alinéa du même paragraphe appellent les mêmes observations que celles formulées sous l'article 28.

.../...

Article 50

Le Conseil d'État n'aperçoit pas - et le commentaire de ces dispositions dans le rapport au Roi n'explique pas - comment les restrictions que les paragraphes 7 et 8 apportent à l'obligation de lancer une offre, alors que le seuil de 30 % est dépassé, peuvent être considérées comme compatibles avec la protection des actionnaires minoritaires prévue par l'article 5 de la directive 2004/25/CE, précitée.

Article 51

L'article 51 paraît se fonder sur l'article 8, alinéa 2, 4/, de la loi du 1^{er} avril 2007, précitée, qui habilite le Roi à déterminer notamment "les modalités de l'obligation de lancer une offre à la suite d'une acquisition indirecte du contrôle de la société visée", alors qu'il vise plutôt l'acquisition directe ou indirecte du contrôle d'une "entreprise détentrice" au sens de l'article 1^{er}, 6/, du projet, suivant lequel cette dernière détient plus de 30 % des titres avec droit de vote de la société visée.

Comme le seuil fixé par l'article 5 de la loi du 1^{er} avril 2007, précitée, est donc dépassé, le Conseil d'État ne s'explique pas pourquoi l'offre n'est pas obligatoire pour l'"entreprise détentrice", mais bien pour les acquéreurs de titres dont la participation dans cette "entreprise" est, en raison de cette acquisition, portée à plus de 50 % des titres assortis du droit de vote.

L'auteur du projet devrait préciser le fondement légal de l'article 51 du projet et s'assurer de la cohérence des règles que le texte tend à établir au regard de l'ensemble du dispositif légal. En outre, vu la complexité des situations visées - qui transparaît, par exemple, dans la définition de l'"entreprise détentrice" comme société, personne morale autre qu'une société ou "construction similaire" -, ainsi que les difficultés subséquentes auxquelles risque de se heurter la mise en œuvre des dispositions de cet article, il y aurait lieu d'en revoir la rédaction.

Article 52

1. L'auteur du projet devrait préciser dans le rapport au Roi le fondement légal de l'article 52 ainsi que sa conformité à la directive 2004/25/CE et à la loi du 1^{er} avril 2007, précitées.

C'est sous cette réserve que sont formulées les observations qui suivent.

2. Le paragraphe 1^{er}, 2/, prévoit une dérogation à l'obligation de lancer une offre lorsque l'acquisition est réalisée entre sociétés liées et que celle-ci "n'a pas pour but ou pour effet de modifier substantiellement la gestion de la société visée".

Cette condition à laquelle la dérogation est subordonnée devrait être précisée, car elle est source d'insécurité juridique. Dans le cadre d'une restructuration d'un groupe, l'acquisition de titres d'une société par une autre va en effet souvent de pair avec une révision des modes de gestion des sociétés en question.

3. Le paragraphe 1^{er}, 5/, lie la dérogation au fait que "la personne qui, seule ou de concert, acquiert plus de 30 % des droits de vote de cette société, n'ait pas émis la majorité des voix lors du vote sur cette décision d'augmentation de capital".

L'auteur du projet devrait s'expliquer sur cette restriction dans la mesure où, dans l'hypothèse considérée, il s'agit d'une augmentation de capital avec droit de préférence. Il en résulte que, si tous les actionnaires souscrivent à l'augmentation de capital dans le respect du droit de préférence, les équilibres existants sont maintenus de sorte que les minoritaires conservent leur position relative. En revanche, la même condition posée au paragraphe 1^{er}, 6/, pour une opération de fusion se justifie dans la mesure où, dans cette hypothèse, les actionnaires minoritaires ne sont pas protégés par un droit de préférence.

4. Le paragraphe 1^{er}, 10/, prévoit une dérogation à l'obligation de lancer une offre au profit d'"une fondation" à la suite d'une acquisition à titre gratuit. L'auteur du projet devrait expliquer s'il entend limiter la dérogation aux fondations privées ou d'utilité publique soumises à la loi du 27 juin 1921 telle que modifiée par la loi du 2 mai 2002 - auquel cas le dispositif devrait le préciser - ou s'il entend en faire bénéficier également d'autres constructions juridiques similaires.

Article 53

1. L'article 53 prévoit deux méthodes d'établissement du prix de l'offre obligatoire.

Ceci ne répond pas à la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004, précitée, qui prévoit en son article 5, paragraphe 4, comme seule méthode de détermination du prix "le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période déterminée par les États membres, de six mois au minimum à douze mois au maximum précédant l'offre (obligatoire)".

L'offre obligatoire doit donc en principe se réaliser sur la seule base du prix le plus élevé payé pour l'acquisition effective du contrôle.

Sans doute, l'article 5, paragraphe 4, alinéa 2, de la directive prévoit que

"Les États membres peuvent autoriser leurs autorités de contrôle à modifier le prix (...) dans des circonstances et selon des critères clairement déterminés (...)."

De plus, l'alinéa 3 indique que "toute décision des autorités de contrôle qui modifie le prix équitable doit être motivée et rendue publique".

Ceci signifie que l'autorité de contrôle, en l'espèce la CBFA, peut déroger à la règle du prix le plus élevé mais uniquement dans des cas particuliers dûment justifiés.

L'article 53, § 1^{er}, 2/, qui retient de manière systématique pour la fixation du prix de l'offre obligatoire "la moyenne pondérée des prix de négociation pratiqués sur le marché le plus liquide des titres concernés, du cours des trente derniers jours calendrier qui ont précédé la naissance de l'obligation de lancer une offre", n'est dès lors pas conforme à la directive.

L'article 52, § 1^{er}, 2/, doit, par conséquent, être soit omis, soit revu pour octroyer à la CBFA le pouvoir de déroger au prix le plus élevé dans des cas particuliers et en fonction de critères clairement déterminés. L'auteur du projet doit à cet égard, examiner si l'article 55 doit éventuellement être complété dans la mesure où il prévoit d'ores et déjà trois hypothèses où la CBFA peut autoriser ou exiger une modification du prix.

2. Pour l'alinéa 2 de l'article 53 du projet, il y a lieu de se reporter aux observations formulées sous l'article 51.

Article 56

La seconde phrase de l'alinéa 2 prévoit que

"L'offre par les personnes auxquelles incombe l'obligation de lancer une offre, peut être remplacée par une offre faite par un tiers si elle présente, pour le public, des conditions et garanties équivalentes."

L'auteur du projet devrait préciser dans le rapport au Roi le fondement légal de cette disposition ainsi que sa conformité avec la directive 2004/25/CE et la loi du 1^{er} avril 2007, précitées.

Article 59

À l'alinéa 1^{er}, in fine, on écrira "sont abrogés à la date du 1^{er} septembre 2007".

La chambre était composée de

Messieurs	Y. KREINS,	président de chambre,
	P. VANDERNOOT,	conseillers d'État,
Madame	M. BAGUET,	
Monsieur	G. KEUTGEN,	assesseur de la section de législation,
Madame	A.-C. VAN GEERSDAELE,	greffier.

Le rapport a été présenté par M. J.-L. PAQUET, premier auditeur.

LE GREFFIER,

LE PRÉSIDENT,

A.-C. VAN GEERSDAELE

Y. KREINS

KONINKRIJK BELGIË

ADVIES 42.525/2
VAN 16 MAART 2007

VAN DE AFDELING WETGEVING
VAN DE RAAD VAN STATE

De RAAD VAN STATE, afdeling wetgeving, tweede kamer, op 16 maart 2007 door de Vice-Eerste Minister en Minister van Financiën verzocht hem, binnen een termijn van dertig dagen, van advies te dienen over een ontwerp van koninklijk besluit "op de openbare overnamebiedingen", heeft het volgende advies gegeven :

Aangezien de adviesaanvraag ingediend is op basis van artikel 84, § 1, eerste lid, 1/, van de gecoördineerde wetten op de Raad van State, zoals het is vervangen bij de wet van 2 april 2003, beperkt de afdeling wetgeving overeenkomstig artikel 84, § 3, van de voornoemde gecoördineerde wetten haar onderzoek tot de rechtsgrond van het ontwerp, de bevoegdheid van de steller van de handeling en de te vervullen voorafgaande vormvereisten.

Wat deze drie punten betreft, geeft het ontwerp aanleiding tot de volgende opmerkingen.

Aanhef

In het eerste lid dient de vermelding van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod te vervallen, aangezien die richtlijn geen rechtsgrond oplevert voor het ontworpen besluit.

Daarentegen dient het ontwerp te worden aangevuld met een nieuw artikel 1, waarin moet worden vermeld dat die richtlijn bij het ontwerp gedeeltelijk wordt omgezet.

Dispositief

Artikel 1

1. In onderdeel 2/ van artikel 1 wordt de "kredietinstelling" gedefinieerd en wordt geëist dat die in België gevestigd is. Die eis kan ingegeven zijn door praktische redenen zoals inzake de ontvangst van de acceptaties en de betaling van de prijs (artikel 3, 7/). Die eis doet evenwel problemen rijzen voor zover het gaat om de financiering van het openbaar bod tot aankoop (artikel 3, 2/), voor welke financiering een in het buitenland gevestigde kredietinstelling kan zorgen. Bovendien gaat de verwijzing naar een vestiging in België in tegen het beginsel van het vrij verrichten van bankdiensten, zoals zulks geregeld is bij artikel 66 van de wet van 22 maart 1993 op het statuut van en het toezicht op de kredietinstellingen, gewijzigd bij de wet van 19 november 2004.

Een soortgelijke opmerking geldt voor onderdeel 3/.

2. In onderdeel 4/ van artikel 1 wordt verwezen naar de "EG-concentratieverordening" van 20 januari 2004 betreffende de controle op concentraties van ondernemingen.

Doordat verderop in het ontwerp eveneens verwezen wordt naar de "gelijkaardige nationale bepaling(en)" (zie artikel 4), zou in artikel 1 op zijn minst moeten worden aangegeven welke Belgische wetgeving bedoeld wordt, namelijk de wet van 10 juni 2006 tot bescherming van de economische mededinging, gecoördineerd op 15 september 2006.

3. In onderdeel 6/ wordt een definitie gegeven van de "houdsteronderneming" waarin verwezen wordt naar de "vennootschap, de andere rechtspersoon dan een vennootschap of een gelijkaardige constructie die meer dan 30 % van de effecten met stemrecht van een doelvennootschap houdt". Met het oog op de rechtszekerheid zou de steller van de tekst in het verslag aan de Koning aan de hand van voorbeelden moeten preciseren wat onder "gelijkaardige constructie" moet worden verstaan.

Artikel 7

1. In de tweede zin van het eerste lid wordt bepaald dat de kennisgeving openbaar gemaakt wordt "op de door de CBFA bepaalde wijze", terwijl het beter zou zijn die wijze in het ontworpen besluit te bepalen.

2. Wanneer de CBFA een kennisgeving van het uitbrengen van een openbaar overnamebod ontvangt, meldt ze volgens artikel 7 de openbaarmaking ervan aan inzonderheid "1/ de betrokken marktexploitant (...)".

De steller van de tekst zou een nadere omschrijving moeten geven van dit begrip, dat niet voorkomt in het koninklijk besluit van 8 november 1989 op de openbare overnameaanbiedingen en de wijzigingen in de controle op vennootschappen, waarin sprake is van "marktautoriteit" (artikel 6), noch in de wet van 2 augustus 2002 betreffende

.../...

het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, waarin wordt verwezen naar de "marktonderneming" (artikel 2, 7/). Het voornoemde begrip wordt evenmin gedefinieerd in de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen.

Artikel 8

1. Krachtens artikel 8, paragraaf 2, kan de CBFA een persoon die "zelf of via een tussenpersoon" verklaringen heeft afgelegd die bij het publiek vragen oproepen, verzoeken om zijn voornemens betreffende het uitbrengen van een bod te verduidelijken.

In de Franse tekst zijn de woorden "par voie interposée" vaag en een bron van rechtsonzekerheid. Ze stemmen overigens niet perfect overeen met "via een tussenpersoon", de woorden die in de Nederlandse tekst gebezigd worden.

De steller van de tekst zou het gehanteerde begrip moeten verduidelijken, temeer daar eveneens rekening moet worden gehouden met het geval dat de oorsprong van de geruchten niet kan worden achterhaald.

2. Wanneer de persoon in kwestie niet binnen de door de CBFA bepaalde termijn heeft geantwoord of wanneer hij te kennen heeft gegeven dat hij geen openbaar bod wil uitbrengen, mag hij zulks gedurende een periode van zes maanden niet doen, tenzij hij aantoont dat

"(...) de omstandigheden, de situatie van de doelvennootschap of het aandeelhouderschap van de betrokken personen ingrijpend zijn gewijzigd".

Met het oog op de rechtszekerheid zou gepreciseerd moeten worden dat dit bewijs bij de CBFA moet worden geleverd. De tekst dient dan ook als volgt te worden geredigeerd :

"(...) of het verstrijken van de door de CBFA toegekende termijn, tenzij zij haar het bewijs leveren dat de omstandigheden (voorts als in het ontwerp)".

3. Ten slotte is in artikel 8, § 2, sprake van de bevestiging van het voornemen om "binnen een redelijke termijn" een bod uit te brengen. Ook hier rijst een probleem van rechtsonzekerheid. Hoewel het raadzaam is enige soepelheid aan de dag te leggen, gelet op de veelheid aan situaties die zich kunnen voordoen, rijst niettemin de vraag of er geen maximumtermijn moet worden bepaald voor het uitbrengen van zo'n bod.

Artikel 10

Krachtens artikel 10 dienen de "partijen bij een bod" zich van bepaalde zaken te onthouden. Dit artikel sluit volgens het verslag aan de Koning rechtstreeks aan bij artikel 23 van het voornoemde koninklijk besluit van 8 november 1989.

De laatstgenoemde bepaling is duidelijker. Daarin is immers geen sprake van de "partijen bij een bod" maar van "de bieder, de doelvennootschap en de personen die in onderling overleg met hen optreden". De bevattelijkheid van de tekst zou vergroten als rechtstreeks naar artikel 3, § 1, 7/, van de wet zou worden verwezen.

Artikel 11

In artikel 11, 1/, van het ontworpen besluit wordt bepaald dat op verzoek van de CBFA aan haar een kopie moeten worden toegezonden van "alle overeenkomsten (...) die mogelijk een wezenlijke invloed kunnen hebben voor de beoordeling van het bod, zijn verloop en afloop".

Daarenboven dienen krachtens artikel 11, 2/, "de pertinente clausules van een overeenkomst die mogelijk een wezenlijke invloed kan hebben voor de beoordeling van het bod, zijn verloop en afloop" bekendgemaakt te worden op de wijze bepaald door de CBFA.

In het verslag aan de Koning wordt gepreciseerd dat de pertinente clausules die gepubliceerd moeten worden, die zijn welke voorkomen in de overeenkomsten die haar zijn bezorgd. Dat verband tussen toezending en publicatie blijkt niet duidelijk uit de

bewoordingen van artikel 11. Voorgesteld wordt dan ook om onderdeel 2/ als volgt te redigeren :

"2/ publiceren de partijen bij een bod, op de wijze bepaald door de CBFA, de pertinente clausules van een overeenkomst die haar overeenkomstig onderdeel 1/ is toegezonden en die een wezenlijke invloed kan hebben op de beoordeling van het bod, het verloop en de afloop ervan".

Artikelen 12 en 13

1. De verplichting tot kennisgeving waarin artikel 12 van het ontwerp voorziet, kan aanleiding geven tot de verwerking van persoonsgegevens in de zin van de wet van 8 december 1992 tot bescherming van de persoonlijke levensfeer ten opzichte van de verwerking van persoonsgegevens.

Bijgevolg geldt hetzelfde voor artikel 13 van het ontwerp, dat als volgt luidt :

"De CBFA publiceert dagelijks op haar website de verrichtingen waarvan zij overeenkomstig artikel 12 in kennis werd gesteld".

In het verslag aan de Koning zou moeten worden aangegeven hoe de waarborgen gesteld in de voornoemde wet van 8 december 1992 geboden worden.

2. De kennisgeving waarvan sprake is in artikel 12, § 1, dient te geschieden elke werkdag "na de sluiting van de meest liquide markt van de betrokken effecten".

De steller van de tekst zou moeten aangegeven hoe "de meest liquide markt" wordt bepaald.

Aangezien het bod eveneens betrekking kan hebben op effecten die op geen enkele markt genoteerd zijn, zou het overigens juister zijn te schrijven : "in voorkomend geval, na de sluiting van de meest liquide markt van de betrokken effecten".

.../...

Artikelen 16, 17 en 19

1. Artikel 16, eerste lid, 2/, steunt op de bewoordingen van artikel 557, eerste lid, van het Wetboek van Vennootschappen, welke bepaling betrekking heeft op de naamloze vennootschap. Krachtens het derde lid van dat artikel 557 worden de in dat artikel bedoelde beslissingen of verrichtingen door de raad van bestuur onmiddellijk ter kennis van de bieder gebracht.

Het is de Raad van State niet duidelijk vanwaar deze verplichting tot kennisgeving aan de bieder komt, terwijl artikel 557 van het Wetboek van Vennootschappen niet van toepassing is op de doelvennootschap. Moeten in dit geval de beslissingen of verrichtingen waarvan sprake is in artikel 16, eerste lid, 2/, van het ontwerp noodzakelijkerwijs worden beschouwd als beslissingen of verrichtingen "die ertoe (strekken) of van (een) aard (kunnen) zijn om het bod te doen mislukken" in de zin van artikel 19 van het ontwerp. In het algemeen moet overigens worden verduidelijkt wat in dit artikel wordt bedoeld met de bewoordingen "elke andere beslissing die ertoe strekt of van (een) aard kan zijn om het bod te doen mislukken".

Evenzo moet worden verduidelijkt wat in artikel 17, eerste lid, 2/, moet worden verstaan onder de bewoordingen "bestuursrechtelijke toelating om de effecten te verwerven waarop het bod slaat, voor zover het niet gaat om een bestuursrechtelijke toelating als bedoeld in artikel 4". Er moet inzonderheid duidelijk worden aangegeven of dit laatste voorbehoud eveneens van toepassing is wanneer geen gebruik wordt gemaakt van de mogelijkheid waarin dat artikel 4 voorziet; in dit geval immers is artikel 18 van het ontwerp evenmin van toepassing.

Ten slotte bepaalt het tweede lid van de artikelen 16 en 17 dat de wijziging of intrekking van het bod openbaar wordt gemaakt "volgens de modaliteiten bepaald door de CBFA". De opmerking over artikel 7, eerste lid, van het ontwerp geldt ook voor deze twee bepalingen : ze moeten dus in het ontworpen besluit zelf worden bepaald.

2. Artikel 16 bepaalt dat "mits de gemotiveerde toelating van de CBFA, (...) de bieder zijn bod (mag) wijzigen of intrekken", inzonderheid in geval van "beslissingen of verrichtingen die een aanzienlijke wijziging in de samenstelling van de activa of de

.../...

passiva van de doelvennootschap tot gevolg hebben of kunnen hebben, of van zonder werkelijke tegenprestatie aangegane verplichtingen". Luidens artikel 557 van het Wetboek van Vennootschappen mogen deze beslissingen of verrichtingen alleen worden genomen of uitgevoerd door een bijzondere algemene vergadering, behalve in de gevallen waarin ze reeds "voldoende zijn gevorderd", door de raad van bestuur.

De steller van het ontwerp moet de strekking van de gemotiveerde toestemming van de CBFA in een dergelijk geval verduidelijken. Het is immers niet denkbaar dat bij "aanzienlijke (wijziging) van de activa of de passiva van de doelvennootschap" de CBFA wijziging of intrekking van het oorspronkelijk bod kan weigeren.

Artikel 20

Artikel 20 betreft het geval van een openbaar overnamebod dat op een vennootschap wordt uitgebracht door een bieder die er reeds de controle over heeft.

In het verslag aan de Koning staat dat de controle overeenkomstig artikel 5 van het Wetboek van Vennootschappen moet worden beoordeeld.

Deze verduidelijking zou moeten worden aangebracht in de tekst zelf van het eerste lid van artikel 20, zoals in het tweede lid van dit artikel uitdrukkelijk wordt verwezen naar artikel 11 van het Wetboek van Vennootschappen voor de definitie van "personen die met de bieder verbonden zijn".

Artikel 21

Het tweede lid van artikel 21 bepaalt dat de expert aan de CBFA zijn onafhankelijkheid ten aanzien van de bieder moet verantwoorden en dat het verslag dat hij moet opstellen in dat opzicht een "passende" verantwoording moet bevatten.

Hieruit moet worden afgeleid dat de verantwoording die in het verslag wordt gegeven niet noodzakelijkerwijze die is welke aan de CBFA wordt gegeven.

.../...

In het verslag aan de Koning staat dat de verantwoording ten aanzien van de CBFA "omstandig en volledig" dient te zijn, terwijl die welke in het verslag staat "passend" moet zijn.

Omwille van de rechtszekerheid zou de steller van de tekst deze verschillende begrippen moeten verduidelijken, al was het aan de hand van voorbeelden uit de praktijk die in het verslag aan de Koning zouden worden gegeven.

Artikel 22

Paragraaf 2 van artikel 22 bevat een aantal begrippen die zoveel mogelijk aan de hand van voorbeelden moeten worden verduidelijkt om latere betwistingen te voorkomen. Dit is inzonderheid het geval wanneer de expert wordt verzocht "op pertinente wijze" aan te tonen dat zijn onafhankelijkheid niet in het gedrang komt (eerste lid, in fine) of wanneer vermoed wordt dat er een situatie van afhankelijkheid of een belangenconflict ontstaat door het bestaan van een "juridische band" (tweede lid, 1/), een "geldelijk belang" (tweede lid, 2/) of "een economische afhankelijkheid" doordat wat de expert betreft een vordering of een schuld bestaat (tweede lid, 4/).

De gevraagde verduidelijkingen zijn niet van die aard dat ze aan de tekst de soepelheid kunnen ontnemen die de steller ervan wenst.

Artikel 25

In het ontwerp staat dat "een effectenhouder, die in het kader van het bod heeft aanvaard, zijn aanvaarding steeds kan intrekken tijdens de aanvaardingsperiode".

In het verslag aan de Koning staat dat deze herroepbaarheid van een aanvaarding in het kader van een bod geen afbreuk doet aan de afdwingbaarheid van verbintenissen die bepaalde effectenhouders voor het bod hebben aangegaan, daar deze verbintenissen worden geregeld door de bepalingen van het verbintenissenrecht.

Deze verduidelijking zou in het dispositief moeten worden opgenomen.

.../...

Artikel 28

Over de tweede paragraaf moeten soortgelijke opmerkingen worden gemaakt als die welke over de artikelen 12 en 13 zijn gemaakt.

Bovendien moet de steller van het ontwerp erop toezien dat wat betreft het bepaalde in paragraaf 2, de effectenhouders die lid zijn van het bestuursorgaan dezelfde rechten genieten als die welke aan de andere effectenhouders worden toegekend, inzonderheid het recht bepaald in artikel 25, 1/, van het ontwerp om zijn aanvaarding in te trekken tijdens de aanvaardingsperiode of nog, meer algemeen, het recht gewaarborgd door artikel 3, lid 1, b), van de voormelde richtlijn 2004/25/EG en door artikel 9, 2/, van de voornoemde wet van 1 april 2007, namelijk dat "houders van effecten van een doelvennootschap (...) over voldoende tijd en inlichtingen (moeten) beschikken om met kennis van zaken over het bod te kunnen beslissen".

Ten slotte moet de steller van het ontwerp aangeven wat moet worden verstaan onder "effectenhouders die zij in feite vertegenwoordigen".

Artikel 30

Volgens artikel 30 kan de periode voor de aanvaarding van het bod aanvangen vijf dagen na de goedkeuring van het prospectus, dit wil zeggen op een ogenblik dat de memorie van antwoord van de doelvennootschap nog niet noodzakelijkerwijs door de CBFA is goedgekeurd.

In het verslag aan de Koning staat :

"In normale omstandigheden zullen de effectenhouders (...) tijdens de aanvaardingsperiode over de memorie van antwoord beschikken."

In het verslag wordt weliswaar opgemerkt dat bepaaldelijk bij een vijandig bod verdragingsmaneuvers moeten worden vermeden wat de memorie van antwoord betreft, maar dit neemt niet weg dat het standpunt van de doelvennootschap belangrijk is om de effectenhouders perfect in kennis te stellen inzake de houding die ze tegenover het

.../...

bod moeten aannemen. Er zouden derhalve systemen moeten worden ingesteld die de doelvennootschap verplichten haar memorie van antwoord op te stellen binnen een dwingende termijn.

Artikel 31

Artikel 31, tweede lid, voorziet in een verlenging van de periode voor aanvaarding van het bod in geval van verwerving door de bieder of een persoon die met hem in onderling overleg handelt tijdens de biedperiode voor effecten waarop het bod betrekking heeft, tegen een prijs hoger dan de biedprijs. Volgens deze tekst komt deze verlenging van de aanvaardingsperiode voor het bod ten goede aan "effectenhouders die het bod nog niet hebben aanvaard".

Voor effectenhouders die het bod reeds hebben aanvaard, moet ervan worden uitgegaan dat ze met toepassing van de artikelen 15, § 2, en 25, 2/, van het ontwerpbesluit automatisch de hogere prijs krijgen. Om alle onzekerheid in dit verband te voorkomen, moet dit in het verslag aan de Koning worden gepreciseerd.

Artikelen 32 en 33

In deze artikelen moet de vereiste vorm van openbaarmaking worden medegedeeld.

Artikel 39

Dit artikel bepaalt : "Tussen de publicatie van de kennisgeving van het voornemen om een tegenbod of hoger bod uit te brengen en de dag waarop de aanvaardingsperiode verstrijkt van het bod, waarop de prijsverhoging bedoeld in artikel 37 wordt toegepast, verloopt ten minste één werkdag."

Deze aldus geformuleerde bepaling geeft niet duidelijk aan of de openbaarmaking van de kennisgeving van het tegenbod moet voorafgaan aan het

.../...

verstrijken van de periode voor aanvaarding van het bod, of omgekeerd, wat onlogisch zou zijn. In de eerste plaats omdat, indien dit het geval was, er niet echt "concurrerende openbare biedingen" zouden zijn in de zin van artikel 8, tweede lid, 2/, van de voormelde wet van 1 april 2007, maar veeleer een opeenvolging. Vervolgens, omdat bij de huidige stand van artikel 34 van het voornoemde koninklijk besluit van 8 november 1989 wordt bepaald dat "de kennisgeving van het tegenbod of van het hoger bod (...) ten minste twee dagen vóór de afsluiting van het laatste bod, tegenbod of hoogste bod (moet) worden bekendgemaakt", dus tijdens de periode van aanvaarding ervan, en niet erna. Ten slotte, omdat niet duidelijk is hoe deze aanvaardingsperiode zou worden "verlengd", overeenkomstig artikel 40, § 1, tweede lid, 4/, indien de kennisgeving van het tegenbod pas openbaar kan worden gemaakt na het verstrijken van deze aanvaardingsperiode.

De redactie van dit artikel moet dus in dit opzicht worden verduidelijkt, bijvoorbeeld door slechts van de redactie van het voornoemde artikel 34 af te wijken in zoverre deze regel moet worden aangepast.

Artikelen 42 en 44

Volgens het verslag aan de Koning zetten de artikelen 42 tot 44 van het ontwerp de artikelen 15 en 16 van de OBA-richtlijn om.

Artikel 15, lid 2, van de richtlijn bepaalt dat de lidstaten in één van de volgende twee gevallen voorzien in een uitstotingsrecht :

a) "wanneer de bieder een hoeveelheid effecten bezit die ten minste 90 % van het kapitaal met stemrechten en 90 % van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigen" (welk getal van 90 % kan worden verhoogd tot 95 %),

of

b) "wanneer hij na aanvaarding van het bod effecten die ten minste 90 % van het kapitaal van de doelvennootschap waaraan stemrechten zijn verbonden en 90 % van de stemrechten die deel uitmaken van het bod heeft verworven of contractueel heeft toegezegd deze te verwerven".

.../...

Artikel 42 voorziet slechts in een gedeeltelijke omzetting van dat artikel 15 in zoverre het de twee voornoemde situaties door elkaar haalt. De steller van het ontwerp heeft kennelijk gekozen voor de mogelijkheid omschreven in artikel 15, lid 2, a), waarbij hij de drempel van 90 % weliswaar heeft verhoogd tot 95 %. Bijgevolg moeten aan het eind van artikel 42, eerste lid, de woorden ", op voorwaarde dat hij, door de aanvaarding van het bod, effecten heeft verworven die ten minste 90 % vertegenwoordigen van het door het bod bestreken kapitaal waaraan stemrechten zijn verbonden" vervallen.

Ook artikel 44, § 1, eerste lid, moet dienovereenkomstig worden herzien.

Artikel 44

In de tweede paragraaf moet, in plaats van een "termijn van 90 werkdagen", dezelfde "termijn van drie maanden" worden gesteld die artikel 43, eerste lid, van het ontwerp voorschrijft, overeenkomstig de artikelen 15, lid 4, en 16, lid 3, van de voornoemde richtlijn 2004/25/EG.

Artikel 46

Omtrent paragraaf 3, eerste lid, 3/, c) en d), alsmede nopens het tweede lid van dezelfde paragraaf moeten dezelfde opmerkingen worden gemaakt als die welke zijn geformuleerd onder artikel 28.

Artikel 50

Het is de Raad van State niet duidelijk - en in de commentaar op die bepalingen in het verslag aan de Koning wordt niet uitgelegd - hoe de beperkingen die de paragrafen 7 en 8 aanbrengen in de biedplicht, terwijl de drempel van 30 % wordt overschreden, beschouwd kunnen worden als bestaanbaar met de bescherming van de minderheidsaandeelhouders voorgeschreven bij artikel 5 van de voornoemde richtlijn 2004/25/EG.

Artikel 51

Artikel 51 lijkt gegrond te zijn op artikel 8, tweede lid, 4/, van de voornoemde wet van 1 april 2007, dat de Koning machtigt om "nadere regels uit te werken voor de biedplicht die ontstaat naar aanleiding van een indirecte verwerving van controle over de doelvennootschap", terwijl het veeleer de directe of indirecte verwerving betreft van de controle over een "houdsteronderneming" in de zin van artikel 1, 6/, van het ontwerp, naar luid waarvan deze laatste meer dan 30 % van de effecten met stemrecht van de doelvennootschap houdt.

Vermits de drempel gesteld in artikel 5 van de voornoemde wet van 1 april 2007 dus overschreden is, begrijpt de Raad van State niet waarom het bod niet verplicht is voor de "houdsteronderneming", maar wel voor diegenen die effecten verwerven waarvan de deelneming in die "onderneming" als gevolg van die verwerving op meer dan 50 % komt te liggen van de effecten met stemrecht.

De steller van het ontwerp dient de rechtsgrond van artikel 51 van het ontwerp te preciseren en zich ervan vergewissen dat de regels die de tekst beoogt in te voeren coherent zijn in het licht van het wetgevend dispositief in zijn geheel. Bovendien moet de redactie van de bepalingen van dit artikel worden herzien, gelet op de ingewikkeldheid van de omschreven situaties, welke bijvoorbeeld blijkt uit de definitie van de "houdsteronderneming" als vennootschap, een rechtspersoon verschillend van een vennootschap of een "gelijkaardige constructie", alsmede op de daaruit voortvloeiende moeilijkheden die de uitvoering van deze bepalingen kan meebrengen.

Artikel 52

1. De steller van het ontwerp moet in het verslag aan de Koning de rechtsgrond van artikel 52 vermelden en tevens aangeven dat ze in overeenstemming is met de voornoemde richtlijn 2004/25/EG en de voornoemde wet van 1 april 2007.

Het is onder dit voorbehoud dat de volgende opmerkingen worden gemaakt.

.../...

2. Paragraaf 1, 2/, voorziet in een afwijking van de biedplicht wanneer de verwerving geschiedt tussen verbonden vennootschappen en ze "niet als doel of als gevolg heeft dat het beleid van de doelvennootschap wezenlijk wordt gewijzigd".

Deze voorwaarde gesteld met betrekking tot die afwijking moet nader worden bepaald, daar ze een bron van rechtsonzekerheid vormt. In het kader van de herstructurering van een groep gaat de verwerving van effecten van een vennootschap door een andere, immers vaak gepaard met een herziening van de wijze van beheer van de desbetreffende vennootschappen.

3. Paragraaf 1, 5/, brengt de afwijking in verband met de omstandigheid dat "de persoon die, alleen of in onderling overleg, meer dan 30 % van de stemrechten van deze vennootschap verwerft, niet het merendeel van de stemmen heeft uitgebracht bij de stemming over deze beslissing tot kapitaalverhoging".

De steller van het ontwerp dient nadere uitleg te verstrekken omtrent deze beperking, in zoverre het in het beschouwde geval een kapitaalverhoging met voorkeurrecht betreft. Daaruit volgt dat indien alle aandeelhouders met inachtneming van het voorkeurrecht inschrijven op de kapitaalverhoging, de bestaande evenwichten behouden blijven, zodat de minderheidsaandeelhouders hun relatieve positie behouden. Het stellen van diezelfde voorwaarden, in paragraaf 1, 6/, in het kader van een fusieverrichting is daarentegen verantwoord in zoverre de minderheidsaandeelhouders in dat geval niet beschermd worden door een voorkeurrecht.

4. Paragraaf 1, 10/, voorziet in een afwijking van de biedplicht door een "stichting" als gevolg van een verwerving om niet. De steller van het ontwerp moet aangeven of hij de afwijking wenst te beperken tot de private stichtingen of de stichtingen van openbaar nut onderworpen aan de wet van 27 juni 1921, gewijzigd bij de wet van 2 mei 2002, in welk geval zulks moet worden gepreciseerd in het dispositief, dan wel of hij ze wenst uit te breiden tot andere, gelijksoortige juridische constructies.

Artikel 53

1. Artikel 53 voorziet in twee methodes voor het bepalen van de prijs van het verplichte bod.

Zulks stemt niet overeen met de voornoemde richtlijn 2004/25/EG van 21 april 2004 : volgens artikel 5, lid 4, ervan is de enige methode voor de vaststelling van de prijs "de hoogste prijs die tijdens een door de lidstaten te bepalen periode van niet minder dan zes en niet meer dan twaalf maanden vóór het (verplichte) bod (...) door de bieder of door in onderling overleg met hem handelende personen voor dezelfde effecten is betaald".

Het verplichte bod moet dus in beginsel uitsluitend geschieden op basis van de hoogste prijs die voor de effectieve verwerving van de controle is betaald.

Weliswaar bepaalt artikel 5, lid 4, tweede alinea, van de richtlijn :

"(...) mogen de lidstaten de toezichthoudende autoriteiten ertoe machtigen om onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria de (...) prijs te wijzigen (...)".

Bovendien bepaalt de derde alinea het volgende :

"Elk besluit van de toezichthoudende autoriteit tot wijziging van de billijke prijs moet met redenen worden omkleed en openbaar worden gemaakt."

Dit betekent dat de toezichthoudende autoriteit, in casu de CBFA, kan afwijken van de regel van de hoogste prijs, doch uitsluitend in bijzondere, behoorlijk met redenen omklede gevallen.

Artikel 53, § 1, 2/, dat voor de vaststelling van de prijs van het verplichte bod steevast teruggrijpt naar "het gewogen gemiddelde van de verhandelingsprijzen op de meest liquide markt voor de betrokken effecten over de dertig laatste kalenderdagen voor het ontstaan van de biedplicht", is derhalve niet conform de richtlijn.

.../...

Bijgevolg moet artikel 52, § 1, 2/, vervallen, ofwel moet het worden herzien, waarbij de CBFA de bevoegdheid wordt verleend om in bijzondere gevallen en op grond van duidelijk omschreven criteria af te wijken van de hoogste prijs. De steller van het ontwerp moet in dat verband onderzoeken of artikel 55 in voorkomend geval dient te worden aangevuld in zoverre het nu reeds voorziet in drie gevallen waarin de CBFA een prijswijziging kan toestaan of eisen.

2. Wat het tweede lid van artikel 53 van het ontwerp betreft, moet worden verwezen naar de opmerkingen gemaakt onder artikel 51.

Artikel 56

Het tweede lid, tweede zin, bepaalt :

"Het bod door de personen, op wie de biedplicht rust, kan worden vervangen door een bod uitgebracht door een derde, indien het voor het publiek tegen gelijkwaardige voorwaarden en garanties geschiedt."

De steller van het ontwerp dient in het verslag aan de Koning de rechtsgrond van deze bepaling te preciseren en tevens aan te geven dat ze in overeenstemming is met de voornoemde richtlijn 2004/25/EG en de voornoemde wet van 1 april 2007.

Artikel 59

Aan het eind van het eerste lid schrijve men "... opgeheven op 1 september 2007".

De kamer was samengesteld uit

de Heren	Y. KREINS,	kamervoorzitter,
	P. VANDERNOOT,	staatsraden,
Mevrouw	M. BAGUET,	
de Heer	G. KEUTGEN,	assessor van de afdeling wetgeving,
Mevrouw	A.-C. VAN GEERSDAELE,	griffier.

Het verslag werd uitgebracht door de H. J.-L. PAQUET, eerste auditeur.

De overeenstemming tussen de Franse en de Nederlandse tekst werd nagezien onder toezicht van de H. P. VANDERNOOT.

DE GRIFFIER,

DE VOORZITTER,

A.-C. VAN GEERSDAELE

Y. KREINS