

ACTUALITEIT ACTUALITÉ

Wetgeving/Législation

OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION (O.P.A.)

Offres publiques d'acquisition – Informations périodiques – Publicité des participations importantes (directive “transparence”)

La transposition de la directive “transparence” du 15 décembre 2004

1. L'arrêté royal du 14 novembre 2007 *“relatif aux obligations des émetteurs d'instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé”* et l'arrêté royal du 14 février 2008 *“relatif à la publicité des participations importantes”* complètent la transposition dans notre droit de la directive dite “transparence” du 15 décembre 2004 entamée par la loi du 2 mai 2007. Ces deux arrêtés concernent chacun des deux volets de cette directive: celui sur les informations périodiques et continues à diffuser par les émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, d'une part, et celui sur la publicité des participations importantes détenues dans de tels émetteurs, d'autre part. Ils parachèvent (ou actualisent) également la transposition d'autres textes européens, en particulier la directive “OPA”.

Considérant que *“la divulgation d'informations exactes, complètes et fournies aux moments adéquats sur les émetteurs de valeurs mobilières est garante d'une confiance durable des investisseurs et permet d'apprécier en connaissance de cause les résultats économiques et les actifs de ces émetteurs, ce qui renforce à la fois la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés”* (1^{er} considérant de la directive “transparence”), la réglementation nouvelle renforce sensiblement, sans les modifier fondamentalement toutefois, les obligations d'information imposées aux émetteurs et aux détenteurs de participations dans ceux-ci, telles que ces obligations étaient jusqu'à présent organisées par l'arrêté royal du 30 mars 2003, par le chapitre I^{er} de la loi du 2 mars 1989 et par son arrêté d'exécution du 2 mai 1989, lesquels sont abrogés.

I. Obligations d'information des émetteurs

2. Selon une typologie désormais traditionnelle que l'arrêté royal du 14 novembre 2007 ne modifie pas, les obligations d'information imposées aux émetteurs par la réglementation financière, peuvent être regroupées en trois catégories: les obligations en matière d'information continue (qui vont, dans une certaine mesure, au-delà de simples obligations d'information), celles en matière d'information périodique et celles relatives aux informations privilégiées.

Dans le but d'éviter l'application cumulative de plusieurs réglementations à un même émetteur, le champ d'application des obligations en matière d'informations continues et périodiques est désormais déterminé sur la base des notions, issues de la directive “transparence” et de la directive “prospectus”, d’*“État membre d'origine”* et d’*“État membre d'accueil”* (art. 10 § 3 de la loi du 2 août 2002): l'essentiel¹ des obligations prévues par l'arrêté royal ne s'applique qu'aux émetteurs dont la Belgique est l'État membre d'origine², l'étendue de l'application de ces obligations dépendant, en outre, d'autres critères, en particulier le type de titres émis par les émetteurs concernés (*infra*, n° 3). Conséquence concrète de ce nouveau critère de rattachement: une société ayant son siège statutaire en Belgique sera soumise aux règles belges même si elle est exclusivement cotée sur un marché réglementé étranger et, inversement, une société ayant son siège statutaire dans un autre État membre de l'Union européenne mais cotée en Belgique échappera à l'application de la plupart des règles belges.

Pareille distinction n'existe pas en ce qui concerne les règles relatives aux informations privilégiées (qui sont issues des directives “abus de marché” et non de la directive “transparence”), lesquelles s'appliquent aux émetteurs dont les instruments financiers sont admis, à leur demande ou avec leur

1. Certaines mesures “conservatoires” s'appliquent aux émetteurs dont la Belgique est l'État membre d'accueil (*cf.* art. 28 à 30 de l'arrêté).

2. En résumé, il s'agit, pour les émetteurs d'actions ou de titres de créances d'une valeur nominale unitaire inférieure à 1.000 EUR, (i) des émetteurs qui ont, en Belgique, leur siège statutaire (même si leurs titres sont cotés sur un marché réglementé étranger) et (ii) des émetteurs dont le siège statutaire est établi dans un pays non membre de l'Espace économique européen mais dont la Belgique est l'État membre d'origine au sens de la loi “prospectus” du 16 juin 2006.

accord, sur un marché réglementé belge (art. 10 § 1^{er} de la loi du 2 août 2002)³.

3. Sur le fond, les obligations en matière d'information continue ont été actualisées, pour tenir compte en particulier de la directive "transparence"⁴, et celles en matière d'information privilégiée ont fait l'objet de modifications formelles⁵, pour en faciliter la lecture, sans subir de modification substantielle.

En revanche, les obligations en matière d'information périodique ont subi plusieurs changements dont les plus importants peuvent être résumés comme il suit:

- le "communiqué annuel" a été rendu facultatif mais si un émetteur décide de publier un tel communiqué, celui-ci devra répondre à certaines exigences minimales en matière de contenu (art. 11 de l'arrêté);
- le "rapport financier annuel" et le "rapport financier semestriel" (qui remplace, en l'étoffant, le communiqué semestriel) doivent désormais contenir une déclaration "*des personnes responsables au sein de l'émetteur*"⁶ attestant en particulier de l'image fidèle des états financiers et du caractère fidèle des informations figurant dans le rapport de gestion (art. 12 et 13). Cette déclaration peut être faite au nom et pour le compte de l'émetteur et ne devrait donc pas être source de responsabilités nouvelles pour leur auteur (cf. également art. 5, al. 2);
- le rapport de gestion (qui constitue un des éléments du rapport annuel) des émetteurs de droit belge, dont une partie au moins des titres avec droit de vote est admise sur un marché réglementé, doit comprendre différentes

informations qui sont "*susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique d'acquisition*", notamment les restrictions au transfert de titres ou à l'exercice du droit de vote contenues dans les accords d'actionnaires connus de l'émetteur, certains "poison pills" et certains "parachutes dorés" (art. 34). Il s'agit d'une transposition de la directive OPA qui doit donc être interprétée au regard de l'objectif de celle-ci, à savoir assurer la transparence "*des structures et mécanismes de défense prévus par les émetteurs*" (18^{ème} considérant de la directive);

- l'arrêté royal impose désormais aux émetteurs dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé et qui n'établissent pas de rapport financier trimestriel la publication d'une "*déclaration intérimaire pendant le premier semestre de l'exercice et une autre déclaration intérimaire pendant le second semestre de l'exercice*" (art. 14)⁷. Il appartient aux émetteurs de déterminer qui, sous leur responsabilité, établira cette déclaration (conseil d'administration, comité de direction, management, etc.) et d'en fixer précisément le contenu, l'arrêté se contentant d'indiquer qu'elle doit fournir une explication des événements et transactions importants qui ont eu lieu pendant la période considérée et une description générale de la situation financière et des résultats de l'émetteur.

4. Outre ces changements quant au champ d'application de la réglementation et au contenu des obligations des émetteurs, l'arrêté royal contient également des modifications concernant les modalités de communication aux porteurs de titres (art. 9)⁸, de diffusion (via les médias – art. 35 à 40) et de stockage (via le site web des émetteurs désormais obligatoire – art. 41) des informations "réglementées" (qui doivent désormais être identifiées comme telles par les émetteurs)⁹.

5. L'arrêté royal est entré en vigueur le 1^{er} janvier 2008. Il a fait l'objet d'un commentaire détaillé de la CBFA dans sa circulaire FMI/2007-02 relative aux obligations incombant aux émetteurs cotés sur un marché réglementé.

³. La plupart des règles en matière d'information (à l'exception notable de celles relatives à la déclaration intérimaire) ont également été rendues applicables aux émetteurs cotés sur Alternext (voy. art. 7 de l'arrêté royal du 14 décembre 2006 relatif à Alternext).

⁴. Les émetteurs demeurent ainsi tenus plus particulièrement (i) d'assurer "*l'égalité de traitement de tous les détenteurs de titres qui se trouvent dans une situation identique*" (art. 6), (ii) de veiller à ce que les moyens et informations nécessaires pour permettre aux détenteurs de titres d'exercer leurs droits soient disponibles en Belgique (art. 7), (iii) de publier sans délai toute modification aux droits attachés aux titres (art. 15) et (iv) de mettre à la disposition du public les projets de modification de leurs statuts et les rapports spéciaux prévus par le Code des sociétés (art. 16). L'arrêté énonce également, comme le faisait la réglementation antérieure, que les émetteurs doivent mettre à la disposition du public "*toutes les informations nécessaires à la transparence, à l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés*" (art. 5), cette "*obligation générale*" étant mise en œuvre par les différentes obligations particulières de l'arrêté.

⁵. Le siège de la matière se trouve désormais dans l'art. 10 § 1^{er} de la loi du 2 août 2002, lequel énonce tant le principe suivant lequel les émetteurs "*rendent publique immédiatement toute information privilégiée qui les concerne directement*" (en précisant que cette information comprend "*des données financières si l'émetteur en dispose*") que les conditions dans lesquelles un émetteur peut différer la publication d'une telle information, ces conditions étant précisées dans l'arrêté (art. 32).

⁶. L'arrêté n'identifie pas plus précisément ces personnes. Il peut s'agir, par exemple, de tout ou partie des membres du conseil d'administration ou des membres du management.

⁷. La déclaration intérimaire doit être publiée dans un délai débutant dix semaines après le début du semestre concerné et se terminant six semaines avant la fin de ce semestre soit, pour les émetteurs dont l'exercice commence le 1^{er} janvier, entre la mi-mars et la mi-mai et entre la mi-septembre et la mi-novembre.

⁸. Cette disposition autorise les émetteurs, moyennant certaines conditions dont une décision de leur assemblée générale et le consentement (le cas échéant présumé) des actionnaires, à transmettre à ceux-ci les informations qui leur sont destinées par voie électronique (art. 9). Cette possibilité est à rapprocher de celle offerte par l'art. 533 du Code des sociétés en ce qui concerne les convocations aux assemblées générales.

⁹. Comme par le passé, toutes les informations visées par l'arrêté (ce qui est plus large que la notion d'informations "réglementées") doivent, en outre, être transmises à la CBFA sans délai et au plus tard au moment où elles sont mises à la disposition du public.

II. Publicité des participations importantes

6. Le champ d'application des règles en matière de "transparence de l'actionariat" est aligné sur celui des obligations en matière d'informations continues et périodiques: l'essentiel des règles de la loi du 2 mai 2007 et de l'arrêté royal du 14 février 2008 sont applicables aux émetteurs dont la Belgique est l'État membre d'origine (art. 4, 5 et 19 de la loi). Toutefois, seuls les émetteurs d'actions admis (ou dont les certificats représentatifs d'actions sont admis) sur un marché réglementé sont concernés par cet aspect de la réglementation¹⁰.

7. Le principe de base est toujours le même: toute personne acquérant, détenant ou cédant, directement ou indirectement, une participation conférant plus de 5% (et des multiples de ce chiffre)¹¹ de droits de vote d'un émetteur doit le notifier à celui-ci et à la CBFA. Le mode de calcul de ce seuil, les événements donnant lieu à notification, les personnes tenues à notification, les délais de notification et, dans une moindre mesure, le contenu des notifications ont cependant fait l'objet d'importantes modifications, dont les principales sont résumées ci-après.

8. S'agissant plus particulièrement du mode de calcul de ce seuil, la nouvelle réglementation innove en premier lieu en imposant la notification de l'acquisition (et de la cession) de titres conférant le droit de vote (art. 6 de la loi) mais également l'acquisition (et la cession) de droits de vote sans transfert de titres, dans le cadre d'une convention prévoyant un transfert temporaire et à titre onéreux de droits de vote, d'un gage, d'un usufruit, d'un dépôt ou d'une procuration "discrétionnaire" (art. 7 de la loi)¹².

D'autre part, à la différence de ce qui prévaut actuellement, seuls les titres et autres droits (qualifiés d'"instruments financiers assimilés") donnant droit à l'acquisition, à l'initiative de leur détenteur et de manière discrétionnaire, de titres avec droit de vote déjà émis¹³ sont assimilés à des titres conférant le droit de vote, et ce pour le calcul du numérateur comme du dénominateur (art. 6 § 7 de la loi et art. 6 de l'arrêté royal)¹⁴.

¹⁰. L'art. 33 de l'arrêté royal rend également une grande partie des règles applicables aux émetteurs cotés sur Alternext. Pour ces émetteurs, les seuils sont cependant fixés à 25, 30, 50, 75 et 95%.

¹¹. Comme par le passé, les émetteurs ont la possibilité de prévoir des seuils statutaires moins élevés (ou se situant entre les seuils légaux). Désormais, seuls des quotités de 1, 2, 3, 4 et 7,5% peuvent néanmoins être prévues par les statuts (art. 18 de la loi).

¹². On observera que la loi ne cite pas, en tant que telle, l'hypothèse des conventions de vote. Celles-ci peuvent néanmoins être constitutives d'actions de concert, lesquelles font l'objet de règles particulières.

¹³. Ce qui vise, par exemple, les options sur actions mais non les warrants.

¹⁴. Toutefois, une fois le seuil franchi, la notification doit faire mention des titres et droits à l'acquisition de titres non encore émis (art. 14 § 2 de l'arrêté). L'émetteur est également obligé de publier le nombre total de titres donnant droit à l'acquisition de titres conférant le droit de vote non encore émis (art. 15 de la loi).

9. Deux nouveaux événements donnent désormais lieu à l'obligation de notification, outre le franchissement de seuil par l'acquisition ou la cession d'une participation et lors d'une première introduction en bourse: d'une part, le franchissement "passif" du seuil (art. 6 § 3 de la loi), par suite, non d'une acquisition de titres, mais d'un événement modifiant la répartition des droits de vote¹⁵; d'autre part, la conclusion d'une action concert "au sens large"¹⁶, la modification "de la nature" d'une telle action de concert ou sa résiliation à l'initiative des parties, lorsque le pourcentage des droits de vote concernés par l'accord dépasse ou tombe en dessous du seuil (art. 6 § 4 de la loi).

10. L'obligation de notification pèse sur toute personne qui acquiert, cède ou détient (au moment d'une première admission à la négociation, lors d'un dépassement passif de seuil ou lors de la conclusion, de la modification ou de la résiliation d'une action de concert), directement ou indirectement (c'est-à-dire par l'intermédiaire d'un tiers agissant pour compte ou d'une entreprise contrôlée – art. 6 § 5 de la loi), des titres conférant le droit de vote (art. 6 de la loi).

Ce principe est complété par différentes règles, inspirées de la réglementation antérieure mais sensiblement plus détaillées, dont il ressort en particulier (i) que toutes les parties à une opération comportant une acquisition de titres ou de droits de vote (art. 7 de l'arrêté), (ii) que toutes les personnes agissant de concert (art. 11 de l'arrêté), (iii) que tant le tiers agissant en nom propre mais pour compte d'une autre personne que cette dernière personne (art. 6 § 5 de la loi) et que (iv) tant l'entreprise contrôlée qu'une entreprise qui la contrôle sont, en principe, tenues à notification (art. 6 § 5 de la loi et art. 10 de l'arrêté)¹⁷, et ce indépendamment des niveaux individuels de participation détenue par chacune de ces personnes.

11. Le délai de notification est porté à quatre jours de cotation et commence à courir le jour de cotation suivant la date à laquelle les personnes concernées ont eu ou auraient dû avoir connaissance de l'événement donnant lieu à notification.

¹⁵. Exemples: annulation de titres par l'émetteur, non participation à une augmentation de capital ou non-exercice de droits attachés à des instruments financiers assimilés.

¹⁶. Cette notion vise à la fois (i) l'action de concert au sens de la loi "OPA" (avec toutes les difficultés d'interprétation que soulève cette notion), étant précisé que cette action de concert doit avoir pour objet "l'émetteur concerné" (ce qui exclut a priori les actions de concert "indirectes" ayant pour objet une entreprise située "en amont" de la chaîne de contrôle) et (ii) les accords ayant pour objet "la possession, l'acquisition ou la cession de titres conférant le droit de vote" (art. 3 § 1^{er}, 13^o de la loi).

¹⁷. Toutefois, une entreprise contrôlée est exemptée de l'obligation de notification si celle-ci est faite par son entreprise mère (art. 11 de la loi). D'autres exemptions sont prévues, en particulier (i) pour les titres acquis aux seules fins de la compensation ou du règlement de transactions (art. 10 § 1^{er} de la loi), (ii) pour les teneurs de marché (art. 10 § 3), (iii) pour les portefeuilles de négociation (art. 10 § 4) et pour les entreprises mères d'une société de gestion ou d'une entreprise d'investissement (art. 11).

tion (art. 12 de la loi)^{18, 19}. L'émetteur est tenu de publier "toutes les informations contenues dans la déclaration" au plus tard dans les trois jours de cotation qui suivent sa réception (art. 14 de la loi). Il doit, en outre, publier les éléments de calcul du dénominateur au plus tard à la fin de chaque mois civil au cours duquel une modification de ces éléments est intervenue (art. 15 de la loi)²⁰.

D'une manière générale, le contenu de la notification, qui est fixé par l'arrêté royal (art. 13 à 19), n'est pas fondamentalement modifié. On observera néanmoins que la réglementation n'impose plus de "déclaration de politique" en cas de franchissement du seuil de 20% et que la notification à la CBFA ne doit plus contenir les documents relatifs à l'opération qui donne lieu à notification (la CBFA disposant néanmoins du pouvoir d'exiger la communication de ces documents). Par ailleurs, des règles particulières ont été introduites en ce qui concerne la notification des actions de concert (en vue, notamment, de garantir l'anonymat des personnes physiques détenant un intérêt représentant moins de 3% des droits de vote de l'émetteur) (art. 17).

12. Les nouvelles règles entreront en vigueur le 1^{er} septembre prochain (art. 36 de l'arrêté). Toutes les personnes qui, à cette date, détiendront une participation devant être notifiée en vertu de ces règles nouvelles devront procéder à pareille notification dans un délai de deux mois (et ce même si ces personnes ont déjà procédé à une notification dans le cadre de la réglementation actuelle). Les émetteurs disposeront quant à eux d'un délai de dix jours de cotation après l'entrée en vigueur de la loi pour publier les informations relatives au "dénominateur".

III. Contrôle et sanctions

13. Les pouvoirs de la CBFA, qui demeure en charge du contrôle de la nouvelle réglementation, ont été renforcés, en

¹⁸. Selon l'art. 5 de l'arrêté royal, une personne est réputée avoir connaissance d'une acquisition, d'une cession "ou du droit d'exercer des droits de vote" (sic) "au plus tard le deuxième jour de cotation suivant le jour de la transaction".

¹⁹. On relèvera qu'une "actualisation" annuelle des déclarations, devant intervenir dans les 10 jours de cotation à compter du 1^{er} janvier de chaque année, est, en outre, imposée, même en l'absence de tout franchissement de seuil, en cas d'exercice ou de non-exercice à l'échéance d'instruments financiers assimilés (art. 14 § 4 de l'arrêté).

²⁰. Les modalités de publication sont identiques à celles prévues pour la publication d'informations réglementées (art. 23 de l'arrêté) (*supra*, sub I).

ce qui concerne le contrôle, tant des obligations des émetteurs (nouvel art. 34 de la loi du 2 août 2002) que de la publicité des participations importantes (art. 23 de la loi du 2 mai 2007). La CBFA dispose ainsi désormais, dans ce dernier domaine également, du pouvoir, notamment, de suspendre la négociation, d'effectuer des inspections sur place et d'infliger des astreintes et des amendes administratives.

Didier Willermain

Avocat au barreau de Bruxelles

(Willkie Farr & Gallagher LLP)

Maître de conférence à l'Université Libre de Bruxelles

OPENBARE OVERNAMEBIEDINGEN

Openbare overnamebiedingen – Informatieverplichtingen – Openbaar making van belangrijke deelnemingen ("transparantierichtlijn")

De omzetting van de "Transparantierichtlijn" van 15 december 2004

Het koninklijk besluit van 14 november 2007 "betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt" (in werking getreden op 1 januari laatstleden) en het koninklijk besluit van 14 februari 2008 "op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen" (die in werking zal treden op 1 september eerstkomende) vervollendigen de omzetting in ons recht van de twee luiken van de zogenaamde "Transparantierichtlijn" van 15 december 2004. De nieuwe reglementering versterkt aanzienlijk de aan de emittenten en aan de houders van deelnemingen in deze instrumenten opgelegde informatieverplichtingen, zonder deze echter fundamenteel te wijzigen.

Didier Willermain

Avocat au barreau de Bruxelles

(Willkie Farr & Gallagher LLP)

Maître de conférence à l'Université Libre de Bruxelles