

**N° 5978<sup>2</sup>****CHAMBRE DES DEPUTES**

2ième Session extraordinaire 2009

---

---

**PROJET DE LOI****relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire portant  
sur les titres de sociétés anonymes admis ou ayant été  
admis à la négociation sur un marché réglementé**

\* \* \*

**AVIS DU CONSEIL D'ETAT**

(6.10.2009)

Par dépêche du 9 décembre 2008, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a soumis à l'avis du Conseil d'Etat le projet de loi sous rubrique dont le texte, préparé par le ministre de la Justice, était accompagné d'un exposé des motifs et d'un commentaire des articles.

L'avis de la Chambre de commerce a été communiqué au Conseil d'Etat par dépêche du 30 mars 2009.

\*

**CONSIDERATIONS GENERALES**

Selon l'exposé des motifs, le projet de loi a pour objet d'introduire en droit luxembourgeois, suite à une motion de la Chambre des députés du 4 mai 2006, des dispositions concernant le retrait obligatoire et le rachat obligatoire de titres de sociétés anonymes dont les valeurs mobilières conférant un droit de vote sont, ou ont été, admises à la négociation sur un marché réglementé.

Dans le cadre du retrait obligatoire („squeeze-out“), un actionnaire largement majoritaire peut contraindre les actionnaires minoritaires à lui céder leurs titres. Inversement, le rachat obligatoire („reverse squeeze-out“ ou „sell out“), tel que conçu par les auteurs du projet de loi, permet à des actionnaires minoritaires de forcer l'actionnaire majoritaire d'acquérir leurs titres.

Dans un premier temps, des dispositions de retrait et de rachat obligatoires, similaires à celles contenues dans le présent projet de loi, avaient été prévues dans le projet de loi *No 5730* portant modernisation de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales. Les auteurs du projet de loi sous rubrique reconnaissent que les mécanismes de rachat et de retrait obligatoires ne relèvent à proprement parler pas du droit des sociétés en général, dans la mesure où ne sont visées que les sociétés dont les titres sont ou ont été admis à la négociation sur un marché réglementé.

Le Conseil d'Etat se rallie au raisonnement des auteurs du projet de loi pour ce qui est du choix de ne pas prévoir le retrait obligatoire et le rachat obligatoire dans la loi du 10 août 1915. Il s'interroge cependant s'il ne faut pas intégrer ces mécanismes dans la loi du 19 mai 2006 portant transposition de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, au lieu de les introduire en droit positif par une loi autonome.

Selon les auteurs du projet de loi sous rubrique, le retrait obligatoire et le rachat obligatoire ne trouveraient pas leur place dans la loi du 19 mai 2006, puisqu'ils ne sont pas liés à l'acquisition d'un contrôle suite à une offre publique d'acquisition.

Se pose ainsi la question du champ d'application des articles 15 et 16 de la loi du 19 mai 2006 avec celui du projet de loi sous rubrique. Ne devrait-on pas considérer que, du moins en ce qui concerne le retrait obligatoire de valeurs mobilières négociées ou ayant été négociées sur un marché réglementé, ledit retrait a dû être précédé d'une offre publique d'acquisition? Certes, les articles 1er et 2 du projet de loi réservent l'application des retraits et rachats obligatoires de la loi de 2006 en faisant précéder

chaque article par „sans préjudice“ soit de l'article 15 de la loi de 2006 pour les retraits obligatoires, soit de l'article 16 de cette loi pour les rachats obligatoires.

Il n'en reste pas moins que la délimitation des champs d'application de la loi du 19 mai 2006 et de la future loi n'est pas très claire. Par exemple, un actionnaire ayant renoncé à exercer un retrait obligatoire en application de la loi de 2006 peut-il exercer un retrait obligatoire en application de la loi à venir? Ou bien, un actionnaire minoritaire peut-il se fonder sur l'article 2 de cette loi si un actionnaire majoritaire n'a pas fait application de l'article 15 de la loi de 2006?

Des explications font singulièrement défaut dans le projet de loi sous examen. L'intégration des mécanismes du retrait et du rachat obligatoires dans la loi du 19 mai 2006 en faciliterait la lisibilité, non seulement en permettant une référence aisée aux définitions y contenues, mais aussi et surtout en comblant les insuffisances du projet de loi que le Conseil d'Etat ne manquera pas de signaler dans l'examen des articles.

En revanche, dans l'hypothèse où le choix des auteurs du projet de loi pour créer une loi autonome, non intégrée dans la loi du 19 mai 2006, devrait être maintenu, le Conseil d'Etat relève que les auteurs du projet de loi ont utilisé la même terminologie dans les deux textes, à savoir le retrait obligatoire, lorsque l'actionnaire majoritaire force les actionnaires minoritaires à lui céder leurs titres et le rachat obligatoire, lorsque les actionnaires minoritaires offrent à l'actionnaire majoritaire d'acquérir leurs titres. Il faudra se garder de confondre, ne serait-ce que du point de vue terminologique, les mécanismes de retrait et de rachat obligatoire des articles 15 et 16 de la loi du 19 mai 2006 avec les mécanismes de retrait et de rachat obligatoire des articles 1er et 2 de la future loi.

\*

Le Conseil d'Etat note que dans les deux premiers articles du projet de loi, il est renvoyé à un règlement grand-ducal pour déterminer les procédures respectives et les modalités de fixation du prix. Le Conseil d'Etat se doit de souligner l'importance de ce règlement grand-ducal qui conditionne l'efficacité de la future loi. Il regrette que le projet de règlement grand-ducal ne lui ait pas été soumis en même temps que le projet de loi. Le Conseil d'Etat reviendra à cette question lors de l'examen des articles.

Le fait que le projet de règlement grand-ducal n'ait pas encore été joint s'explique d'autant moins qu'à propos du retrait obligatoire les auteurs du projet de loi indiquent au commentaire des articles que ce règlement grand-ducal à venir s'inspirera des dispositions des arrêtés royaux belges du 31 janvier 2001 et du 27 avril 2007.

\*

Le Conseil d'Etat note encore que les auteurs du projet de loi ont indiqué s'être inspirés de l'article 513 du Code des sociétés belge.

L'article 513 du Code des sociétés belge vise, dans son premier paragraphe, les sociétés faisant ou ayant fait un appel public à l'épargne et, dans son deuxième paragraphe, les sociétés n'ayant pas fait ou ne faisant pas un tel appel public à l'épargne (sociétés dites „fermées“). Le projet de loi sous rubrique se limite aux sociétés anonymes dont les valeurs mobilières conférant un droit de vote sont ou ont été négociées sur un marché réglementé et exclut les sociétés fermées. L'extension des mécanismes prévus dans le présent projet de loi aux sociétés fermées aurait permis de satisfaire la motion votée le 4 mai 2006 par la Chambre des députés. Ce n'est que dans cette hypothèse que le recours à une loi autonome pourrait se justifier.

\*

Le projet de loi sous rubrique ne s'applique qu'aux sociétés anonymes. Est-ce que les sociétés en commandite par actions y sont incluses, du moins pour les parts de commanditaires? En effet, si les dispositions du projet de loi sous rubrique avaient été insérées telles quelles dans la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, les actionnaires commanditaires d'une société en commandite par actions auraient pu en bénéficier par le biais de l'article 103 qui retient que „les dispositions relatives aux sociétés anonymes sont applicables aux sociétés en commandite par actions,

sauf les modifications indiquées dans la présente section“. Telle est l’interprétation prévalant en Belgique à propos de l’article 513 du Code des sociétés.<sup>1</sup>

En revanche, à partir du moment où les procédures de retrait et de rachat obligatoires ne sont plus intégrées dans la loi du 10 août 1915, un raisonnement tendant à l’inclusion des sociétés en commandite par actions fondé sur l’article 103 précité n’est pas à l’abri de tout reproche.

Les auteurs du projet de loi n’ont d’ailleurs pas indiqué les raisons de l’exclusion de la société en commandite par actions, de sorte que le Conseil d’Etat ignore si l’omission de ce type de société est délibérée ou involontaire.

\*

Les auteurs du projet de loi auraient bien fait d’aborder dans l’exposé des motifs la question de la conséquence de l’introduction des mécanismes de retrait et de rachat obligatoires au regard d’éventuelles restrictions de transfert, qu’elles soient d’origine conventionnelle (pacte d’actionnaire) ou statutaire, notamment lorsque les valeurs mobilières ne sont plus négociées sur un marché réglementé. De même doit être précisée la question si un actionnaire ou détenteur de titres visés par les articles 1er ou 2 peut renoncer à demander un retrait ou un rachat obligatoire.

La doctrine belge considère l’article 513 du Code des sociétés comme étant une disposition impérative, donc que les statuts ne peuvent priver un actionnaire d’exercer son droit de retrait obligatoire.<sup>2</sup> Il devrait en aller de même pour le droit au rachat obligatoire, que le droit belge ignore *de lege lata*. P. Malherbe et J.-M. Gollier précisent cependant que l’actionnaire majoritaire „peut y renoncer dans le cadre d’une opération déterminée ou en faveur de personnes déterminées“<sup>3</sup>.

La question reste cependant encore ouverte dans l’hypothèse où les statuts prévoient que des titres sont réservés à une catégorie spécifique de personnes dont l’actionnaire majoritaire ne fait pas partie.

\*

## EXAMEN DES ARTICLES

### Article 1er

L’article 1er fixe le principe du mécanisme de retrait obligatoire. Un actionnaire peut obliger les actionnaires minoritaires à lui céder leurs titres sous les conditions suivantes:

- l’actionnaire majoritaire doit détenir directement ou indirectement 95% du capital assorti du droit de vote et 95% des droits de vote d’une société anonyme;
- tout ou partie des valeurs mobilières auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris des certificats représentatifs d’actions de cette société anonyme qui permettent de donner des instructions de vote, sont admises à la négociation sur un marché réglementé ou ont été soumises à une telle négociation mais ne le sont plus;
- l’actionnaire majoritaire doit adresser son offre à tous les autres actionnaires, y compris les détenteurs d’autres titres auxquels sont attachés des droits de vote, les détenteurs d’actions ou de parts bénéficiaires sans droit de vote, les détenteurs de titres donnant droit à la souscription ou à l’acquisition de tels titres ou à la conversion en de tels titres (comme des warrants).

Selon le projet de loi, l’actionnaire offrant doit suivre une procédure qui sera indiquée dans un règlement grand-ducal. Celui-ci déterminera également les modalités de fixation du prix et assurera „l’information et l’égalité de traitement des porteurs de titres“.

Si l’actionnaire majoritaire remplit les conditions pour procéder au retrait obligatoire, les actionnaires et autres détenteurs de titres concernés sont obligés de lui céder la totalité de leurs titres.

1 P. Hainaut-Hamende, G. Raucq, *Les sociétés anonymes, constitution et fonctionnement*, p. 385, citant les travaux parlementaires et l’article 657 du Code des sociétés belge, qui est l’équivalent de l’article 103 de la loi du 10 août 1915; voir article 209, paragraphe 1er, 2° de l’arrêté royal belge du 30 janvier 2001 portant exécution du code des sociétés.

2 P. Hainaut-Hamende, G. Raucq, *Les sociétés anonymes, constitution et fonctionnement*, p. 384; P. Malherbe, J.-M. Gollier, „La reprise des titres minoritaires“, R.P.S., 1995, No 12, p. 169.

3 *ibid.*

Ainsi, l'article 1er ne fait qu'établir le principe du retrait obligatoire en fixant les conditions de fond, à l'exception notable du prix et des modalités procédurales.

Cette manière de procéder, inspirée du droit belge, n'est pas sans susciter certaines critiques.

Le principe du retrait obligatoire, qui existe d'ailleurs dans de nombreux Etats, ne devrait *a priori* pas poser de problème au regard du premier protocole additionnel à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales.

Dans un arrêt du 16 mai 1995, la Cour d'appel de Paris a considéré que „l'obligation faite aux actionnaires minoritaires de céder leurs actions au groupe majoritaire découle d'une législation sur les sociétés réglant les rapports des actionnaires entre eux et ainsi le transfert de propriété, opéré moyennant un prix en rapport avec la valeur du bien, dans un cadre légitime d'ordre social et économique, répond à l'utilité publique lors même que la collectivité dans son ensemble ne se servirait ou ne profiterait pas par elle-même du bien transféré“<sup>4</sup>.

Dans une décision du 12 octobre 1982 *Bramelid et Malmstrom contre Suède* (requêtes 8588/79 et 8589/79), la Commission européenne des droits de l'homme a constaté qu'une réglementation suédoise concernant le retrait obligatoire mettait en place une procédure de fixation de prix et prévoyait que la procédure de retrait au profit de l'actionnaire majoritaire était contrebalancée par une procédure de rachat à la disposition des actionnaires minoritaires. Ainsi, concluait-elle, „il n'y avait aucun déséquilibre excessif au point de constituer une violation du droit au respect des biens“.

Ainsi, en présence d'un rapport symétrique entre la procédure de retrait et celle de rachat, c'est à l'indemnisation de l'actionnaire minoritaire que revient une importance essentielle sur base de laquelle l'équilibre dont a fait état la Commission européenne des droits de l'homme dans l'affaire *Bramelid et Malmstrom contre Suède* doit être apprécié.

Sur ce point, pourtant fondamental, le projet de loi ne contient même pas le commencement d'une indication du principe d'une indemnisation. Il se contente laconiquement de renvoyer à un règlement grand-ducal. Cette manière de procéder, à laquelle le Conseil d'Etat ne peut se rallier, a été reprise de l'exemple belge. Lors des travaux parlementaires en Belgique ayant abouti à la loi du 16 juin 1998 modifiant l'article 190quinquies de la loi belge sur les sociétés commerciales (devenu l'article 513 du Code des sociétés belge), le Conseil d'Etat belge s'était exprimé de la façon suivante:

„L'attribution de pouvoirs au Roi est importante, quant à ses objets, et elle est donnée en termes fort larges dans des domaines réglés en général par le législateur: le droit de propriété et les contrats.

Le principe de l'indemnisation des actionnaires évincés n'est même pas énoncé en termes exprès dans la loi, pas plus que les critères d'évaluation permettant de vérifier le caractère juste de l'indemnité. Certes, on peut considérer que le principe de l'indemnisation, s'il n'est qu'implicite, est néanmoins certain, et qu'il est difficile pour le législateur de fixer les critères d'évaluation considérés comme pertinents. Le choix de délégaliser la matière créera néanmoins une relative insécurité juridique, quant au fond.

Plutôt que de confier au Roi le pouvoir de déterminer l'indemnisation ainsi que la procédure à suivre en cas de reprise de titres, il faut au contraire que la loi en projet énonce les principes d'indemnisation et de procédure ainsi que l'issue de celle-ci – c'est aussi le moment auquel se produit l'éviction – afin d'assurer au mieux la protection des actionnaires minoritaires.“<sup>5</sup>

Selon MM. Dal et Ingham, „l'on regrettera cependant que le législateur, contre l'avis du Conseil d'Etat, n'ait pas jugé utile d'inscrire dans la loi un principe aussi fondamental que le droit pour l'actionnaire à bénéficier d'une juste indemnisation et qu'il ait entièrement délégué au Roi, suivant un procédé dont la légalité paraît douteuse, le soin d'établir les critères de détermination du prix et la procédure à suivre pour y parvenir“<sup>6</sup>.

Cette situation est d'autant plus surprenante que l'article 15 de la loi du 19 mai 2006, dont les auteurs du projet de loi se sont, du moins en partie, inspirés, mentionne l'obligation d'un „juste prix“, contient les modalités de fixation de ce prix et prévoit la procédure de retrait. A lire l'arrêté royal belge du

4 Revue des sociétés, 1995, p. 535.

5 Travaux parlementaires de la loi belge du 16 juin 1998, Chambre des Représentants, session 1997-1998, 1415/1, p. 13.

6 „L'offre de reprise de titres de minoritaires dans les sociétés fermées“, J.T. 2001, p. 81 et s., part. p. 84, à propos, certes, des offres de reprise dans les sociétés fermées, mais cette remarque ne vise pas que ce type de sociétés.

30 janvier 2001 et celui du 27 avril 2007 qui organisent la procédure de retrait, il est surprenant que ces articles n'aient pas trouvé leur pendant dans le projet de loi sous rubrique. La lisibilité de la procédure de retrait obligatoire et la protection des actionnaires minoritaires en auraient été accrues par la même occasion.

L'indemnisation des actionnaires minoritaires doit être intégrale, ce qui pose la question de savoir si la qualité d'actionnaire minoritaire doit entrer en ligne de compte dans la fixation du prix à leur payer. La seconde phrase du paragraphe 2 précise que doit être assurée l'égalité de traitement des porteurs de titres. „Mais un tel principe d'égalité n'a guère de contenu, à défaut de point de référence“<sup>7</sup>, selon P. Malherbe et J.-M. Gollier. Pour E. Georges, „l'argument de l'égalité semble peu signifiant au regard des situations induites par la procédure de reprise, cette égalité s'appréciant essentiellement dans le rapport qu'entretiennent les actionnaires évincés et le repreneur; or puisqu'il s'agit ici de comparer les bénéficiaires respectifs d'une même opération pour chacun des protagonistes, il peut paraître excessif de réintroduire une égalité de traitement où ne règne qu'une inégalité de situations par nature“<sup>8</sup>. Pour ces auteurs, il aurait plutôt fallu parler de proportionnalité au lieu d'égalité.

Le juste prix ne représentant pas un dédommagement, mais une évaluation de la valeur des titres visés par le retrait obligatoire<sup>9</sup>, le Conseil d'Etat demande de compléter le paragraphe 1er par la phrase suivante tirée de l'article 33, 4° de la loi française du 2 juillet 1996:

„La demande de retrait doit être exercée à un juste prix sur base de méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actif.“

Le Conseil d'Etat précise que ces méthodes objectives d'évaluation doivent tenir compte d'une pondération appropriée à chaque cas, notamment de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activités. Il renvoie également à un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 3 juillet 1998<sup>10</sup> selon lequel „la recherche de l'indemnisation juste et équitable (...) doit viser par application de critères connus, exacts, objectifs, significatifs et multiples à déterminer un juste prix, en affectant chacun des critères définis par la loi des pondérations appropriées à l'espèce, en écartant, le cas échéant, les critères non pertinents ou en retenant au contraire des méthodes, non prévues par le législateur, mais de nature à conduire à une évaluation équitable et légitime de l'entreprise“.

En ce qui concerne la procédure de fixation du prix, si pour les sociétés dont les valeurs mobilières sont encore négociées sur un marché réglementé, un contrôle de la Commission de surveillance du secteur financier est envisagé, un tel contrôle devra figurer dans la loi à venir.

Le Conseil d'Etat relève par ailleurs que l'organisation des recours juridictionnels ne peut être insérée dans le règlement grand-ducal auquel renvoient les articles 1er et 2 du projet de loi.

La procédure, y compris les obligations de l'actionnaire majoritaire, telles que la fermeté de l'offre de retrait et l'engagement d'avoir à disposition les fonds nécessaires pour acquérir tous les titres des actionnaires minoritaires, doivent également figurer à l'article 1er. La référence à l'information des actionnaires minoritaires devient dès lors superflue.

En l'absence d'une référence à un juste prix, de l'indication pour le moins du principe des méthodes d'évaluation de ce juste prix, de l'agencement de la procédure, y compris le contrôle de la Commission de surveillance du secteur financier et d'éventuelles voies de recours, le Conseil d'Etat ne peut marquer son accord au texte de l'article 1er dans sa teneur actuelle et doit annoncer son refus de dispense du second vote constitutionnel.

Les auteurs du projet de loi ont repris de l'arrêté royal belge du 30 janvier 2001 portant exécution du code des sociétés que la participation de 95% du capital assorti des droits de vote et de 95% des droits de vote peut être détenue directement ou indirectement par l'actionnaire majoritaire. Mais ils n'ont pas repris une autre précision figurant dans ledit arrêté, à savoir que l'actionnaire majoritaire peut détenir cette participation „seul ou de concert“. Le Conseil d'Etat s'interroge s'il s'agit d'un oubli ou d'une omission volontaire. De toute façon, même si la Chambre des députés devait maintenir la structure du projet de loi telle que présentée par ses auteurs, il ne peut accepter que cette précision resurgisse dans un règlement grand-ducal qui ne peut qu'organiser l'offre de retrait et déterminer la

7 P. Malherbe, J.-M. Gollier, „La reprise des titres minoritaires“, R.P.S., 1995, No 17, p. 176.

8 E. Georges, *Essai de généralisation d'un droit de retrait dans la société anonyme*, LGDJ, 2005, No 262, p. 142.

9 Paris, 5 mai 1998, JCP E 1998, p. 1307.

10 JCP E 1998, p. 1880.

procédure à suivre et les modalités de fixation du prix, sans rajouter d'autre condition de fond que celles figurant dans la loi à venir.

Le Conseil d'Etat propose encore de remplacer „plus de“ par „au moins“ lorsqu'il s'agit de déterminer le seuil de participation ouvrant droit pour l'actionnaire majoritaire d'exercer son droit de retrait obligatoire.

Le paragraphe 1er prévoit dans son alinéa 1er que les valeurs mobilières de la société anonyme concernée doivent être, ou avoir été, négociées sur un marché réglementé. Il faut y ajouter: „dans un ou plusieurs Etats membres de l'Union européenne“. Une limitation au seul marché réglementé au Luxembourg ne serait, en présence du principe communautaire sur la libre circulation, pas admissible.

D'ailleurs, le Conseil d'Etat estime qu'en l'absence d'une définition légale contenue dans le projet de loi sous rubrique, la notion de „marché réglementé“ doit être interprétée à la lumière de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil. Il doit en aller de même pour la notion de „valeurs mobilières“.

Les actionnaires d'une société anonyme, dont à un moment donné les valeurs mobilières conférant un droit de vote ont été admises à la négociation sur un marché réglementé, ou, suivant une terminologie plus ancienne, ont été „admises à la cotation sur une bourse de valeur“, et ne le sont plus depuis bien longtemps, peuvent-ils bénéficier des dispositions de la loi à venir? Cette question semble recevoir une réponse affirmative, mais est-ce bien un choix réfléchi? Le projet de loi est muet à ce sujet. Certes, se pose alors une autre question qui est de savoir si l'actionnaire majoritaire ayant refusé une offre de rachat, pourra, quelques années par après, profiter d'une décote de la valeur boursière de la société visée et lancer lui-même une procédure de retrait obligatoire?

Les conséquences de l'exercice par l'actionnaire majoritaire de son droit de retrait obligatoire doivent également être insérées dans le projet de loi. Le Conseil d'Etat propose de compléter le paragraphe 1er par un nouvel alinéa rédigé de la manière suivante, en s'inspirant de l'article 513, paragraphe 1er du Code des sociétés belge:

„A l'issue de la procédure, les titres non présentés, que le propriétaire se soit ou non manifesté, sont réputés transférés de plein droit à la personne ayant exercé la demande de retrait avec consignation du prix. Les titres au porteur non présentés sont convertis de plein droit en titres nominatifs et sont à l'intervention de l'organe de gestion inscrits au registre des titres nominatifs.“

Ensuite, selon l'article 1er du projet de loi sous examen, l'exercice par l'actionnaire majoritaire de son droit de retrait obligatoire concerne tous les titres visés au paragraphe 1er, sans distinction de catégorie. De même, le seuil de participation se calcule sans distinction de catégorie. Le Conseil d'Etat note que l'article 15, paragraphe 4 de la loi du 19 mai 2006 a adopté une autre solution à cet égard.

D'un point de vue rédactionnel, le Conseil d'Etat propose les modifications suivantes: au paragraphe 1er, il y a lieu de mettre une virgule à la 6ème ligne après „instruction de vote“. De même, il faut écrire „ou l'ayant été mais ne le sont plus“. Au paragraphe 2, si ce paragraphe devait être maintenu, la seconde phrase devrait commencer par „Il“ et non par „Ce règlement“.

## Article 2

Le rachat obligatoire prévu à l'article 2 constitue le symétrique du retrait obligatoire: un actionnaire minoritaire peut demander à l'actionnaire largement majoritaire de lui racheter ses titres. Les conditions pour ce faire telles que mentionnées dans le projet de loi sont les suivantes:

- l'actionnaire majoritaire doit détenir directement ou indirectement 95% du capital assorti du droit de vote et 95% des droits de vote d'une société anonyme;
- tout ou partie des valeurs mobilières auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris des certificats représentatifs d'actions de cette société anonyme qui permettent de donner des instructions de vote, sont admises à la négociation sur un marché réglementé ou ont été soumises à une telle négociation mais ne le sont plus;
- l'offrant peut être un détenteur de titres conférant le droit de vote, d'actions ou de parts bénéficiaires sans droit de vote, à l'exclusion cependant des titres donnant droit à la souscription ou à l'acquisition de tels titres ou à la conversion en de tels titres (comme des warrants).

Le Conseil d'Etat comprend l'intention des auteurs du projet de loi de faire de l'article 2 le pendant de l'article 1er, à savoir que le majoritaire peut être contraint d'acquérir des titres détenus par des minoritaires.

Cependant, il considère que cette intention, certes louable, n'est pas sans poser des questions fondamentales qui ne trouvent pas de réponse claire dans le texte du projet de loi.

Il convient d'abord de déterminer les obligations pesant sur l'actionnaire majoritaire. Est-ce que l'acquisition par lui des titres de l'offrant doit être une obligation ou une simple faculté? Selon l'article 2 du projet de loi, l'actionnaire majoritaire est obligé de racheter les titres offerts. L'article 2 indique que l'offrant „peut exiger“ que l'actionnaire majoritaire rachète ses titres. La symétrie avec l'article 1er semble parfaite, dans la mesure où dans le cadre du retrait obligatoire, les minoritaires sont obligés de céder leurs titres à l'actionnaire majoritaire.

Or, dans le cadre de l'article 2, le mécanisme du rachat obligatoire constitue une exception importante au principe général du droit des sociétés selon lequel un actionnaire ne peut jamais être contraint d'augmenter son engagement. En vertu de l'article 67-1 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, l'augmentation des engagements des actionnaires ne peut être décidée que de l'accord unanime des actionnaires et des obligataires.

Que se passe-t-il si l'actionnaire majoritaire est dans l'impossibilité de satisfaire la demande de rachat émanant de l'offrant, parce que, par exemple, il rencontre des problèmes de liquidités, même si le nombre de titres concernés peut s'avérer modique? Devrait-il, dans l'hypothèse où il s'agirait d'un commerçant, alors être considéré comme étant en cessation de paiements?

Pour ces raisons, ne faudrait-il pas laisser à l'actionnaire majoritaire la faculté d'accepter ou de refuser l'offre de rachat? Dans ce cas, la qualification d'„obligatoire“ devrait être supprimée tant dans l'intitulé du projet de loi que dans celui de l'article 2. Le paragraphe 1er devrait également être modifié pour remplacer „peut exiger“ par „peut demander“.

D'autres pistes de réflexion peuvent être prises en considération. Ainsi, si l'actionnaire majoritaire refusait ou ne pouvait pas accepter l'offre de rachat, est-ce que l'obligation de rachat ne pourrait pas être transférée à la société concernée ou est-ce que l'actionnaire majoritaire ne pourrait pas s'engager à exercer une offre de retrait obligatoire dans un certain délai?

Ces pistes de réflexion suscitent elles aussi un certain nombre d'interrogations (comme, par exemple, la symétrie avec le retrait obligatoire, lorsque l'actionnaire majoritaire n'a qu'une faculté de donner suite à une demande de rachat; les capacités financières, juridiques ou fiscales lorsque la société concernée doit racheter les titres visés ou le prix de rachat, lorsque l'actionnaire majoritaire s'engage à acquérir les titres dans un certain délai). Le Conseil d'Etat estime que le fait d'aborder ces problèmes dépasserait cependant le cadre du présent avis.

L'argument qui consisterait à dire que l'article 16 de la loi du 19 mai 2006 obligerait également l'actionnaire majoritaire à procéder à un rachat obligatoire ne saurait valoir. L'article 16 vise une toute autre situation, celle d'un rachat obligatoire dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, donc celle d'un „droit de rédemption“ pour le minoritaire de n'avoir pas suivi l'initiateur de l'offre publique. En outre, le risque financier pour l'initiateur d'une telle offre publique ne se pose pas, puisqu'en vertu de l'article 3, e) de cette loi de 2006, il „ne doit annoncer une offre qu'après s'être assuré qu'il peut fournir entièrement la contrepartie en espèces, si une telle contrepartie a été offerte, et après avoir pris toutes les mesures raisonnables pour assurer la fourniture de tout autre type de contrepartie“.

Par ailleurs, le Conseil d'Etat note que les titres donnant droit à la souscription ou à l'acquisition de valeurs mobilières ou à la conversion en de telles valeurs ont été exclus du champ d'application de l'article 2. Aucune explication n'a été fournie pour expliquer cette exclusion. Pourquoi est-ce qu'une personne ne pourrait pas inclure dans sa demande de rachat des warrants ou des titres similaires?

De l'avis du Conseil d'Etat, il convient également de prévoir un délai dans lequel tous les actionnaires minoritaires qui le souhaitent peuvent offrir leurs titres à l'actionnaire majoritaire, afin d'éviter que celui-ci ainsi que la société visée soient accablés de demandes successives et chronophages.

Le Conseil d'Etat s'interroge aussi sur l'application pratique de l'article 2, dans la mesure où l'offrant ne peut pas nécessairement connaître le pourcentage de la participation de l'actionnaire majoritaire, surtout si cette participation est détenue indirectement. Faute de précision à cet égard, l'article 2 risque de rester lettre morte. Un règlement grand-ducal n'y changerait rien. L'article 16 de la loi du 19 mai 2006 résout cette difficulté, du moins en partie, en indiquant que seuls les droits de vote sont

pris en considération. Ainsi, l'offrant pourra se référer utilement aux assemblées générales lors desquelles le calcul de la majorité peut être aisément retracé.

Partant, le Conseil d'Etat suggère de supprimer le pourcentage du capital assorti du droit de vote et de ne garder que celui ayant trait aux droits de vote.

Comme déjà mentionné à propos de l'article 1er, l'article 2 semble s'appliquer aussi lorsque les titres d'une société anonyme ont été négociés à un moment donné sur un marché réglementé, mais ne le sont plus depuis bien longtemps. Le Conseil d'Etat s'interroge s'il s'agit d'un choix volontaire et réfléchi fait par les auteurs du projet de loi.

A l'instar de l'observation à l'endroit de l'article 1er du projet de loi, la détention de concert n'est pas visée à l'article 2, qui se limite à indiquer que la détention peut être directe ou indirecte. Le Conseil d'Etat souligne une nouvelle fois que la condition d'une détention par l'actionnaire majoritaire seul ou de concert ne pourra être introduite par le biais d'un règlement grand-ducal.

Les observations faites par le Conseil d'Etat à propos de l'article 1er, concernant le juste prix, le principe des méthodes d'évaluation de ce prix ainsi que l'agencement de la procédure (y compris l'existence d'un contrôle et l'organisation des voies de recours) valent *mutatis mutandis* pour l'article 2.

Tout en étant conscient des difficultés à réglementer le droit de rachat, qu'il soit obligatoire ou facultatif<sup>11</sup>, le Conseil d'Etat doit s'opposer formellement à l'article 2 dans sa version actuelle non seulement pour les raisons déjà indiquées à propos de l'article 1er, mais aussi au regard du caractère embryonnaire de l'article 2 qui ne sied pas à un texte de loi.

D'un point de vue rédactionnel, l'article 2, paragraphe 1er, devra préciser qu'il s'agit d'un marché réglementé „de l'un des Etats membres de l'Union européenne“.

### *Article 3*

L'article 3 relatif à la mise en vigueur de la loi à venir n'appelle aucune observation, bien que le Conseil d'Etat regrette l'absence d'une justification contenue dans l'exposé des motifs ou le commentaire des articles.

Le Conseil d'Etat réitère son observation préliminaire que la date de mise en vigueur de la loi à venir doit en tout cas coïncider avec celle du ou des règlements grand-ducaux visés aux articles 1er et 2 du projet de loi sous peine de dénier à la future loi tout effet pratique.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 6 octobre 2009.

*Le Secrétaire général,*  
Marc BESCH

*Le Président,*  
Alain MEYER

<sup>11</sup> Pour les difficultés rencontrées en Belgique: voir H.-P. Lemaître, *Les offres de reprise de titres de sociétés anonymes*, Mélanges offerts à P. Van Ommeslaghe, p. 587, part. pp. 623 à 626.