

**Projet de loi**

**relative au retrait obligatoire et au rachat obligatoire de titres de sociétés admis ou ayant été admis à la négociation sur un marché réglementé ou ayant fait l'objet d'une offre au public et portant modification de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier.**

-----  
**Deuxième avis complémentaire du Conseil d'Etat**

(16 décembre 2011)

Par dépêche du 21 octobre 2011, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a soumis à l'avis du Conseil d'Etat une série d'amendements au projet de loi sous rubrique. Au texte des amendements ont été joints un exposé des motifs, un commentaire des amendements ainsi que le texte coordonné du projet de loi.

Le Conseil d'Etat constate que, sans se départir des principes fondamentaux figurant au projet de loi initial, les amendements gouvernementaux ont complètement réécrit les articles du projet de loi et ont largement tenu compte des observations du Conseil d'Etat.

Même si la version remaniée du projet de loi ne le précise pas, l'actionnaire majoritaire et les autres détenteurs de titres et valeurs mobilières émis par une société relevant du champ d'application de la loi en projet peuvent renoncer à la procédure de retrait obligatoire ou de rachat obligatoire en prévoyant contractuellement une procédure de fixation de prix en cas de rachat ou de retrait avant que la procédure de retrait ou de rachat n'ait été commencée. Ces modalités contractuelles ne profitent qu'à ceux qui y sont partie conformément à l'effet relatif des contrats. Dans pareil cas, les parties contractantes sont censées avoir dérogé aux dispositions de la loi à venir.

**Examen des amendements**

Amendement 1<sup>er</sup>: intitulé

Le nouvel intitulé du projet de loi n'appelle pas d'observation.

Amendement 2: article 1<sup>er</sup> du projet de loi

L'article 1<sup>er</sup> comprend les définitions utilisées dans le projet de loi.

A la définition du terme « actionnaire majoritaire », il est fait référence à des seuils cumulatifs pour qu'un actionnaire puisse être qualifié comme tel. Le Conseil d'Etat se demande si pour calculer ces seuils il doit être tenu compte des actions propres détenues par la société et plus

généralement de toute autre situation où la loi voire même les statuts prévoient une suspension des droits de vote.

En ce qui concerne la définition de « titres », est-ce que les parts bénéficiaires disposant d'un droit de vote y sont visées?

#### Amendement 3: nouvel article 2

Le nouvel article 2 détermine le champ d'application du projet de loi. Au paragraphe 1<sup>er</sup>, il y a lieu de remplacer « au cas où une société » par « lorsqu'une société ».

La loi en projet s'applique, entre autre, aux titres admis à la négociation sur un marché réglementé. Le Conseil d'Etat note que les auteurs des amendements gouvernementaux reconnaissent la difficulté de circonscrire la notion de « marché réglementé ».

Lorsqu'une offre publique d'acquisition a été faite, le paragraphe 3 du nouvel article 2 précise qu'il faut attendre l'expiration des délais prévus pour l'exercice de droits postérieurs à une telle offre résultant de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition. Le Conseil d'Etat est à se demander si l'application, les unes après les autres, des procédures de retrait ou de rachat obligatoire, d'abord en application des dispositions de la directive 2004/25/CE précitée et des dispositions nationales la transposant, puis en application de la loi à venir ne risque pas d'imposer à l'actionnaire majoritaire des contraintes trop importantes. Ainsi, si des actionnaires minoritaires veulent forcer l'actionnaire majoritaire à acquérir leurs titres, n'auraient-ils pas dû le faire dans le cadre de la procédure de l'offre publique d'acquisition?

#### Amendement 4: nouvel article 3

L'article 3 tel qu'il résulte des amendements gouvernementaux oblige un détenteur de titres à notifier à la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) certaines informations lorsqu'il acquiert au moins 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote d'une société tombant sous le champ d'application de la loi en projet ou lorsqu'il tombe en dessous de ces seuils. Une notification est aussi exigée, pour les besoins du rachat obligatoire, lorsque l'actionnaire majoritaire acquiert des titres supplémentaires au-delà de ces seuils. Les informations ainsi transmises permettront à la CSSF d'exercer la mission que le projet de loi lui assigne en cas de rachat obligatoire ou de retrait obligatoire.

Au paragraphe 1<sup>er</sup>, il y a lieu de remplacer l'expression « au cas où » par « lorsque ».

Au point (ii) de ce même paragraphe, lorsqu'il est fait référence au « seuil indiqué au paragraphe 1 de l'article 1 », il va de soi qu'il s'agit là des deux seuils cumulatifs d'au moins 95% du capital assorti de droits de vote et de 95% des droits de vote d'une société. Le pluriel de « seuil » sera peut-être plus approprié. D'un point de vue rédactionnel, il convient de se référer à l'« article 1<sup>er</sup> ».

Le paragraphe 2 prévoit le délai dans lequel la notification doit être effectuée à la CSSF. Les auteurs des amendements gouvernementaux se sont inspirés de l'article 11, paragraphe 2 de la loi du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence sur les émetteurs de valeurs mobilières. Le délai de notification de 4 jours ouvrables commence le jour ouvrable « suivant la date à laquelle le détenteur de titres a connaissance de l'acquisition ou de la cession, ou de la possibilité d'exercer ou de ne plus exercer les droits de vote, ou à laquelle il aurait dû en avoir connaissance, compte tenu des circonstances, quelle que soit la date à laquelle l'acquisition, la cession ou la possibilité d'exercer les droits de vote prend effet ».

Dans la mesure où c'est le dépassement, dans un sens ou dans l'autre, des seuils visés à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 1<sup>er</sup> (au moins 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote d'une société) qui permet de qualifier un détenteur de titres comme actionnaire majoritaire, et donc de permettre un rachat obligatoire ou un retrait obligatoire, il aurait été plus approprié de prendre comme base de départ du délai de notification la date à laquelle la cession ou l'acquisition de titres ou la possibilité d'exercer des droits de vote prend effet. C'est à cette date que le détenteur de titres devient actionnaire majoritaire ou perd cette qualité.

Ainsi, par exemple, une personne peut acquérir plus de 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote d'une société, mais cette acquisition peut être soumise à des conditions suspensives (notification à des autorités de la concurrence, financement de l'acquisition, autorisations internes, etc.). Ainsi, l'acquéreur ne deviendra actionnaire majoritaire au sens de la loi en projet que lorsque les conditions suspensives auront été levées. Demander une notification à la CSSF au moment de la signature du contrat, si l'on considère la signature du contrat comme la « date à laquelle le détenteur a connaissance de l'acquisition », ce qui est loin d'être certain, alors que les conditions suspensives peuvent encore mettre quelques semaines voire quelques mois pour se réaliser, ne permettra pas un contrôle approprié des seuils: l'actionnaire majoritaire ne sera pas actionnaire majoritaire au jour de la notification à la CSSF. Il ne le sera peut-être jamais si les conditions suspensives ne sont pas toutes levées dans le délai contractuellement imparti. Il convient encore de souligner que souvent les acquisitions sont, en attendant la levée des conditions suspensives, confidentielles et une notification avant l'acquisition effective entraînant la publication de certaines informations par la société concernée, et par la CSSF en application des paragraphes 4 et 5 de l'article 3 nouveau, peut contrevenir aux obligations de confidentialité souscrites par les parties au contrat d'acquisition, voire même constituer un frein pour l'ensemble de la transaction. La même observation vaut également en cas de cession de titres.

Le Conseil d'Etat recommande dès lors de reconsidérer le point de départ de l'obligation de notification et, en tout état de cause, de clarifier les termes utilisés au paragraphe 2 (« date à laquelle le détenteur a connaissance de l'acquisition ou de la cession, ou de la possibilité d'exercer ou de ne plus exercer les droits de vote ou à laquelle il aurait dû en avoir connaissance ») afin d'assurer que c'est à partir de la date de dépassement des seuils de 95% que courra le délai de notification de certaines informations à la CSSF et à la société concernée.

Le paragraphe 3 énumère les informations à notifier à la CSSF et à la société concernée.

Le point a) devra préciser ce qu'il faut entendre par « participation détenue » au regard de la définition de l'actionnaire majoritaire et des observations que le Conseil d'Etat y a faites.

Au point b), le Conseil d'Etat propose de faire référence à « une description sommaire de l'opération », alors que ni la CSSF ni la société concernée ni les autres détenteurs de titres n'ont besoin de connaître tous les détails de l'opération d'acquisition ou de cession. Pour le Conseil d'Etat, la description, qu'elle soit sommaire comme il l'a proposé ou non, de l'opération n'inclut pas l'obligation de fournir des détails sur l'opération même, comme les obligations de confidentialité ou de non-concurrence, voire même le prix et les modalités de paiement du prix (par exemple, les contreparties en espèces ou en nature, d'éventuels échelonnements du paiement), sachant que les informations notifiées sont communiquées aux autres détenteurs de titres de la société concernée et publiées. Est-ce que dès lors la simple mention, au titre de la description de l'opération, de « acquisition/cession de [nombre] d'actions » et éventuellement le nom de l'acquéreur ou du cessionnaire suffira-t-elle pour se conformer au prescrit de l'article 3, paragraphe 3?

Si la Chambre des députés devait suivre le Conseil d'Etat dans sa proposition à l'endroit du paragraphe 2 de faire courir le délai de notification à partir de la date du dépassement effectif des seuils de 95%, le point c) devrait se lire comme suit:

« c) la date à laquelle l'opération est devenue effective; ».

La dernière phrase du paragraphe 3 permet à la CSSF de demander des informations supplémentaires. Cette possibilité est déjà prévue à l'article 6. Le Conseil d'Etat propose de rédiger cette phrase comme suit:

« La CSSF peut demander que le détenteur de titres lui communique ainsi qu'à la société concernée toute autre information utile afin de lui permettre d'exercer la mission que la présente loi lui impose. Les paragraphes 4 et 5 s'appliquent aussi à ces informations. »

Le paragraphe 4 dispose que la société communique ou envoie l'information « aux détenteurs de titres qui ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé dans un ou plusieurs Etats membres par les voies habituelles de communication et d'envoi à ces détenteurs ». Cette formulation figure également aux articles 4 et 5. Pour le Conseil d'Etat, elle permet, s'il y a des actions nominatives, que les informations soient communiquées aux actionnaires en nom suivant les modalités prévues à l'article 70 de la loi modifiée du 10 août 1915 précitée.

D'un point de vue rédactionnel, si la Chambre des députés devait faire abstraction des observations du Conseil d'Etat ci-dessus, la deuxième phrase du paragraphe 4 devrait être modifiée pour commencer par: « Elle veille à ce que ... », puisque la première phrase fait référence à la société concernée au singulier. La publication de la notification « de sorte qu'il soit possible

d'y accéder rapidement et selon des modalités non discriminatoires » est tirée de certains textes communautaires<sup>1</sup>.

Le paragraphe 5 prévoit une publication de la procédure sur le site internet de la CSSF. Ces modalités se retrouvent, en termes similaires sinon identiques, aux articles 4 et 5 du projet de loi. Est-il approprié de publier les informations ou la décision de la CSSF sur le site internet de la CSSF qui est accessible à toute personne, y compris les concurrents? Sous réserve de cette observation, le Conseil d'Etat propose de supprimer le mot « valablement », qui n'apporte aucune plus-value et risque d'être source d'insécurité alors que la loi en projet ne distingue pas entre des « notifications valables » et des « notifications non valables ».

#### Amendement 5: nouvel article 4

L'article 4 régleme nte le retrait obligatoire ou *squeeze-out*: l'actionnaire majoritaire peut, sous certaines conditions et après une procédure déterminée, demander aux autres actionnaires de lui céder leurs titres.

La procédure peut être résumée ainsi:

L'actionnaire majoritaire peut exiger des autres détenteurs de titres de lui vendre leurs titres. Le prix de cession doit être payé en espèces. Le retrait obligatoire peut aussi, sous certaines conditions, être limité à certaines catégories de titres.

L'actionnaire majoritaire doit informer d'abord la CSSF, puis la société concernée. Le retrait obligatoire doit être exercé à « un juste prix sur base de méthodes objectives et adéquates pratiquées en cas de cessions d'actifs ». L'actionnaire majoritaire devra fournir à la CSSF le prix de retrait proposé ainsi qu'un rapport d'évaluation établi par expert. Si les autres détenteurs de titres ne s'opposent pas au prix ainsi déterminé, la CSSF le considérera comme juste. Les autres détenteurs peuvent cependant s'opposer au prix ainsi déterminé. Dans ce cas, la société concernée devra fournir à la CSSF une liste de 5 experts indépendants parmi lesquels la CSSF en choisira un pour établir un second rapport d'évaluation. Ce sera alors à la CSSF de déterminer le prix qu'elle considérera comme juste.

Une fois le prix juste fixé, l'actionnaire majoritaire déterminera la date et les modalités de paiement définitives. A la date de paiement définitive, les titres visés par l'opération de retrait obligatoire seront réputés transférés de plein droit à l'actionnaire majoritaire.

Le mécanisme du retrait obligatoire prévu à l'article 4 nouveau, qui est bien plus précis que dans les versions antérieures du projet de loi sous examen, appelle les observations suivantes:

Le paragraphe 1<sup>er</sup> fixe le principe du retrait obligatoire. Il prend soin d'indiquer que « l'information à la CSSF conformément au paragraphe 3

---

<sup>1</sup> Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé; directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées

[doit intervenir] à une date à laquelle les conditions prévues à l'article 2 paragraphe 1 [sont] remplies » pour préciser que l'appréciation si l'opération rentre dans le champ d'application de la loi à venir s'effectue au début de la procédure. Pour le Conseil d'Etat, cette précision est superflue et peut être supprimée. Si la Chambre des députés décide de la maintenir, il conviendra de remplacer « soient » par « sont ».

L'actionnaire majoritaire « doit s'assurer qu'il peut fournir entièrement la contrepartie en espèces ». Il va de soi qu'il ne peut connaître le résultat auquel parviendra l'expert désigné par la CSSF dans le cadre de la procédure d'opposition visée au paragraphe 7, ni *a fortiori* de la décision que prendra la CSSF sur le prix de retrait obligatoire, qu'il y ait eu opposition ou non. Les termes « contrepartie en espèces » ne peuvent viser que le prix communiqué à la CSSF au départ de la procédure de retrait obligatoire.

Le paragraphe 2 envisage la situation lorsque la société concernée a émis plusieurs catégories de titres.

D'après la première phrase, le droit de retrait obligatoire ne peut viser qu'une ou plusieurs catégories de titres dans laquelle le « seuil de 95% » a été atteint à condition que les seuils de 95% au moins du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote soient aussi atteints pour l'ensemble des titres de la société concernée. L'actionnaire majoritaire devra donc remplir plusieurs seuils cumulativement: un seuil de 95% dans la catégorie dans laquelle il souhaite exercer son droit de retrait obligatoire et les seuils prévus à l'article 1<sup>er</sup> qui le qualifient comme actionnaire majoritaire. En ce qui concerne le seuil dans la catégorie de titres visée, les auteurs du projet de loi ont simplement mentionné le « seuil de 95% ». Il s'agit sans doute d'un seuil de détention de 95% des titres de la catégorie en question. Le Conseil d'Etat recommande de le préciser dans le corps du texte. Quant aux seuils de l'article 1<sup>er</sup>, le pluriel de « seuil » sera plus approprié.

Les auteurs des amendements gouvernementaux indiquent que le retrait obligatoire « peut n'être exercé que pour » une catégorie de titres. Il faudra remplacer « peut n'être exercé » par « ne peut être exercé ».

D'un point de vue rédactionnel, le Conseil d'Etat suggère de remplacer le bout de phrase « le droit de recourir au retrait obligatoire » par « le droit de retrait obligatoire » et il convient de se référer à l'« article 1<sup>er</sup> ».

La seconde phrase du paragraphe 2 reprend une suggestion du Conseil d'Etat relative à l'existence de valeurs mobilières qui sont convertibles dans un titre ou qui donnent accès à un titre, comme des obligations convertibles, des warrants ou des options. Le droit de retrait obligatoire peut aussi s'exercer sur ces valeurs mobilières. Le Conseil d'Etat s'interroge sur l'insertion des « entités appartenant au groupe » de la société concernée. Si ces entités devaient être maintenues, il faudra les impliquer tout au long de la procédure de retrait obligatoire. Le Conseil d'Etat propose de faire référence aux « valeurs mobilières négociables sur le marché des capitaux qui confèrent le droit d'acquérir un titre de cette catégorie ou qui donnent accès (...) ».

Le paragraphe 3 décrit le début de la procédure de retrait obligatoire qui commence par une notification envoyée par l'actionnaire majoritaire d'abord à la CSSF puis à la société concernée. D'après la deuxième phrase de ce paragraphe, il appartient à l'actionnaire majoritaire de publier sa décision d'exercer son droit de retrait. N'aurait-il pas été plus adapté que ce soit la société qui publie la décision de l'actionnaire majoritaire à l'instar de ce qui est prévu à l'article 3, paragraphe 4? Cette observation vaut aussi pour les paragraphes 5, 6 et 7. A la troisième phrase du paragraphe 3, il convient de remplacer « les sociétés concernées veillent » par « la société concernée veille ». Cette modification concerne également les paragraphes 5, 6 et 7.

Le paragraphe 3 exige l'engagement de l'actionnaire majoritaire de mener l'opération de retrait obligatoire à terme. Dans le même ordre, l'idée que l'observation faite par le Conseil d'Etat à l'endroit du paragraphe 1<sup>er</sup> au sujet de « fournir entièrement la contrepartie en espèces », si l'actionnaire majoritaire peut envisager de mener l'opération à terme au regard du prix contenu dans sa demande initiale, on ne saurait lui imposer une obligation de mener l'opération à terme lorsque suite à une opposition la CSSF fixe un prix supérieur au prix initialement proposé. Dans ce cas, l'actionnaire majoritaire doit pouvoir se désister de l'action de retrait obligatoire.

La première phrase du paragraphe 5 peut être allégée ainsi:

« Dans le mois de la notification de l'exercice du droit de retrait obligatoire conformément au paragraphe 3, l'actionnaire majoritaire communique à la CSSF le prix proposé et un rapport d'évaluation ... »

L'« expert de son choix, indépendant, reconnu et ayant une expérience en la matière », qui figure également au paragraphe 7, ne doit pas nécessairement être un réviseur d'entreprises agréé établi au Luxembourg. Se posera encore la question de savoir si le réviseur d'entreprises agréé nommé par l'actionnaire majoritaire, s'il s'agit d'une personne morale, pour le contrôle légal de ses comptes peut être considéré comme « indépendant ». D'après l'Institut des réviseurs d'entreprises (avis du 17 mars 2011 dans le cadre du projet de loi n° 6227 (doc. parl. n° 6227<sup>1</sup>)), l'indépendance des réviseurs d'entreprises agréés ne serait pas atteinte si le même réviseur contrôle les comptes d'une société participant à une opération de fusion ou de scission et établit le rapport prévu aux articles 266 et 294 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales. Des précisions sur cette notion d'indépendance telle qu'elle est utilisée dans le présent projet de loi seraient bienvenues afin d'éviter des questions pouvant survenir lors de l'application de la loi à venir. De même, que faut-il entendre par des « experts reconnus en la matière »?

Au dernier alinéa du paragraphe 5, il convient de remplacer les termes « organe d'administration » par « organe de gestion » qui est aussi utilisé dans le cadre de la loi précitée du 10 août 1915. En outre, pourquoi la CSSF peut-elle « exiger » une prise de position de l'organe de gestion? L'organe de gestion est par définition contrôlé par l'actionnaire majoritaire. Quelle en sera la plus-value, sauf à appuyer la position de l'actionnaire majoritaire? La CSSF pourrait au plus être en droit de « demander » une telle prise de position, sans conséquence ni pour la société concernée ni pour l'actionnaire majoritaire ni pour les autres détenteurs de titres en cas d'absence d'une telle prise de position. Finalement, lorsqu'il est écrit que « la CSSF peut

également en exiger la publication », à quoi est-il fait référence? Est-ce au prix proposé par l'actionnaire majoritaire? Ou est-ce à la prise de position de l'organe de gestion ou de direction de la société concernée?

Les paragraphes 6 et 7 prévoient la procédure d'opposition ouverte aux autres détenteurs de titres pour contester la fixation du prix juste.

Aux termes du paragraphe 6, le délai pour former opposition est d'un mois. Dans la deuxième phrase, il convient de supprimer la virgule entre « mois » et « à partir ». L'opposition est formée par lettre recommandée à adresser à la CSSF. Une copie de cette lettre doit être adressée à l'actionnaire majoritaire et à la société concernée.

Deux questions procédurales se posent dans ce contexte. D'une part, est-ce que la lettre recommandée d'opposition doit être reçue par la CSSF dans le délai d'un mois ou est-ce qu'il suffit qu'elle ait été mise à la poste dans ce délai? D'autre part, en ce qui concerne la copie de cette lettre à envoyer à l'actionnaire majoritaire et à la société concernée, suffit-il qu'elle soit envoyée par lettre simple et doit-elle être envoyée ou reçue dans le délai d'un mois comme pour la lettre à la CSSF? Des précisions en ce sens éviteront des débats purement procéduraux par la suite.

En ce qui concerne l'alinéa 2 du paragraphe 6, le Conseil d'Etat rappelle ses observations faites concernant le paragraphe 3 de l'article 4.

Au dernier alinéa du paragraphe 6, le Conseil d'Etat propose de supprimer le mot « valablement ». Il renvoie à ses observations concernant le paragraphe 5 du nouvel article 3. Cette même observation vaut pour le dernier alinéa du paragraphe 7.

Outre les modifications suggérées à l'endroit du paragraphe 3 de l'article 4 et du dernier alinéa du paragraphe 6, le paragraphe 7 interpelle quant au délai de la procédure, notamment en cas d'opposition. Un second rapport d'expert est exigé, dont le délai est fixé par la CSSF, puis celle-ci dispose de 3 mois pour rendre une décision. La question qui se pose est de savoir à quel moment il faut se situer pour déterminer le prix juste. Il est évident que la date à laquelle ce prix doit être déterminé doit être absolument identique pour le premier rapport d'expert et pour le second, ainsi que pour la CSSF. Or, pour des sociétés encore cotées, la valeur des actions peut varier pendant cette période. De même pour les actions de sociétés anciennement cotées, leur valeur dépend de l'évolution de la situation financière de la société concernée. Il faut impérativement fixer une date de référence qui servira pour déterminer le prix juste quelle que soit d'ailleurs la situation de la société concernée par après. Si des corrections doivent ou peuvent être prises en compte, il convient de le préciser dans la loi en projet.

Au paragraphe 8, il a été erronément fait référence au « rachat obligatoire » alors que c'est le « retrait obligatoire » qui est visé.

Le paragraphe 9 n'appelle pas d'observation.

Le Conseil d'Etat note que, comme il l'avait suggéré dans son avis complémentaire, aucun recours juridictionnel contre la décision de la CSSF

n'a été prévu, de sorte qu'un recours en annulation est ouvert devant le tribunal administratif.

#### Amendement 6: nouvel article 5

Le nouvel article 5 régit la procédure de rachat obligatoire, c'est-à-dire la procédure suivant laquelle les détenteurs minoritaires de titres peuvent demander à l'actionnaire majoritaire de leur racheter leurs titres.

La procédure du rachat obligatoire est calquée sur celle du retrait obligatoire. Les observations du Conseil d'Etat à propos de l'article 4 doivent se retrouver dans cet article 5.

Le paragraphe 1<sup>er</sup> soumet l'exercice du droit de rachat obligatoire à certaines conditions. Le Conseil d'Etat ne voit pas la pertinence de la condition prévue au point (i), puisque le rachat obligatoire devra de toute façon répondre au champ d'application circonscrit à l'article 2. En ce qui concerne la condition visée au point (iii), il convient de fixer la date à partir de laquelle le délai de 2 ans commence à courir. Le Conseil d'Etat propose d'ajouter *in fine* « à compter de la publication de la décision de la CSSF prise en application de l'article 4, paragraphe 6 ou paragraphe 7 sur son site internet ».

La première phrase du paragraphe 2 peut être allégée comme suit:

« Un détenteur de titres qui décide d'exercer son droit de rachat obligatoire doit en informer l'actionnaire majoritaire par lettre recommandée. »

A l'instar de ce que le Conseil d'Etat a proposé à l'endroit du paragraphe 5 de l'article 5, la première phrase du paragraphe 4 de l'article sous examen peut être rédigée comme suit: « Dans le mois de la notification de l'exercice du droit de rachat obligatoire qui lui a été faite conformément au paragraphe 2, l'actionnaire majoritaire communique à la CSSF le prix proposé et un rapport d'évaluation des titres couverts par le rachat obligatoire ». A la deuxième phrase, la référence au nom de l'expert peut être supprimée. En effet, ce nom découle nécessairement du rapport d'évaluation. Il convient de noter que l'article 4, paragraphe 5 ne contient pas cette précision.

Le Conseil d'Etat reprend les observations qu'il a faites à l'endroit de cet article 4, paragraphe 3 en ce qui concerne la charge de la publication de la notification, pesant sur la société concernée ou sur l'actionnaire majoritaire, et sur le remplacement des termes « les sociétés concernées veillent » par « la société concernée veille ». Ces observations valent aussi pour les paragraphes 5 et 6 de cet article 5.

Au dernier alinéa du paragraphe 4, il convient de remplacer les termes « organe d'administration » par « organe de gestion ». De même, comme pour le dernier alinéa du paragraphe 5 de l'article 4, le Conseil d'Etat s'interroge sur le référentiel auquel renvoie le mot « en ».

Le paragraphe 5 traite, ensemble avec le paragraphe 6, de la procédure d'opposition si les détenteurs de titres ne sont pas d'accord avec le prix proposé par l'actionnaire majoritaire.

Les observations faites à propos de l'article 4, paragraphe 6 visent également ce paragraphe 5.

En outre, le Conseil d'Etat s'interroge sur la possibilité de « tout autre détenteur de titres », c'est-à-dire un détenteur autre que celui qui a exercé le droit au rachat obligatoire, de déclencher la procédure d'opposition. Un tel détenteur de titres peut, en vertu du paragraphe 7, mais n'est pas obligé de participer au rachat obligatoire. Serait-il quand même en droit de faire opposition au regard des coûts supplémentaires qu'une telle procédure engendre pour l'actionnaire majoritaire, si le détenteur qui a exercé son droit au rachat obligatoire ne l'a pas fait et que lui ne participera peut-être jamais à l'opération?

Le paragraphe 6 étant identique au paragraphe 7 de l'article 4, le Conseil d'Etat réitère ses observations concernant ce dernier texte qui s'appliquent également ici.

Les paragraphe 7 et 8 ne donnent pas lieu à observation.

#### Amendement 7: nouvel article 6

Le paragraphe 2 du nouvel article 6 suscite les observations suivantes:

- phrase annonçant les pouvoirs de la CSSF: il y a lieu de supprimer le terme « notamment » qui est source d'insécurité juridique et ne se retrouve pas à l'article 22, paragraphe 3 de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières dont les auteurs des amendements gouvernementaux ont indiqué s'être inspirés.
- point (a): les termes « si la protection des investisseurs l'exige » ont été repris de l'article 22 de la loi précitée du 10 juillet 2005. S'ils sont adaptés dans le cadre de cette loi, la protection des investisseurs n'est à proprement parler pas un but directement poursuivi par une procédure de retrait ou de rachat obligatoire. Il conviendrait plutôt de faire référence au bon déroulement de la procédure de retrait ou de rachat obligatoire. Le point (a) peut de toute façon être supprimé alors qu'il est couvert par le point (b).
- point (d): il y a lieu de ne faire référence qu'à la « violation des dispositions de la présente loi ». La violation de « la loi régissant les marchés sur lesquels les titres de la société sont admis à la négociation », qui peut être la loi d'un autre Etat membre tel que défini à l'article 1<sup>er</sup> du projet de loi, n'a pas sa place dans le présent projet de loi. Il s'agit plutôt d'une forme d'abus de marché. En ce qui concerne la suspension de la procédure en cas de recours juridictionnel contre une décision de la CSSF, il appartiendra, le cas échéant, à la personne qui a intenté un recours juridictionnel contre la décision de la CSSF de demander le sursis à exécution en application de l'article 11 de la loi modifiée du 21 juin 1999 portant règlement de procédure devant les juridictions administratives. Il y a partant lieu de supprimer ce bout de phrase.
- point (e): pour les raisons décrites au point (d), le Conseil d'Etat demande à ce que les termes « ou de la loi régissant les marchés sur

lesquels les titres de la société sont admis à la négociation » soient supprimés.

- point (f): les termes « ou a des motifs raisonnables de soupçonner » ne figurent pas dans la loi précitée du 10 juillet 2005. Il y a donc lieu de les supprimer également dans le présent projet de loi.
- point (h): la référence *in fine* « au bon fonctionnement du marché » n'a pas sa place ici et est à supprimer.

#### Amendement 8: nouvel article 7

Le nouvel article 7 institue des sanctions d'ordre à prononcer par la CSSF et des sanctions pénales.

Dans son avis du 8 mars 2011 (doc. parl. n° 6164<sup>3</sup>, ad point 6), le Conseil d'Etat avait souligné que « si les incriminations prévues (...) se recourent, le risque qu'une personne soit condamnée et poursuivie deux fois pour des faits identiques est réel et le respect du principe du *non bis in idem*, inscrit à l'article 4 du Protocole No 7 de la Convention de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales, n'est plus garanti. Selon la Cour européenne des droits de l'Homme, l'application du principe du *non bis in idem* ne se trouve pas exclue du fait que les sanctions sont l'une administrative et l'autre pénale. La Cour européenne des droits de l'Homme attribue en effet une portée autonome à la matière pénale, ce qui signifie que la Cour ne se trouve pas liée par les qualifications conférées par le droit interne. »

En l'espèce, il n'y a pas de doute que les amendes d'ordre prévues par l'article 7 sont, eu égard à leur caractère dissuasif, à qualifier d'amendes pénales.

Puisque le point d) du paragraphe 1<sup>er</sup> relatif aux sanctions d'ordre et le paragraphe 3 sur les sanctions pénales se recourent, le Conseil d'Etat souligne qu'un fait peut tomber dans le champ d'application des paragraphes 1<sup>er</sup> d) et 3 de l'article sous examen alors que le principe du *non bis in idem* interdit de sanctionner le même fait deux fois.

Le Conseil d'Etat relève par ailleurs que les dispositions de l'article 7, paragraphes 1<sup>er</sup> et 3 risquent de poser problème au regard du principe de non-autoincrimination qui est au cœur de la notion du procès équitable consacré par l'article 6 de la Convention de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales (voir avis du Conseil d'Etat du 6 décembre 2011 sur le projet de loi n° 6318 portant modification de la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés, ad article 10).

Le paragraphe 2 du nouvel article 7 permet à « la CSSF de procéder à la publication des mesures, avis ou sanctions pris pour non-respect des dispositions adoptées en vertu de la présente loi ». Le Conseil d'Etat propose de supprimer la partie de phrase « excepté dans les cas où leur divulgation risquerait de perturber gravement les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause » (voir avis

précité du Conseil d'Etat du 6 décembre 2011 concernant le projet de loi n° 6318, *ad* article 10).

Enfin, la Cour européenne des droits de l'Homme admet de manière constante que les sanctions administratives, qui sont constitutives de sanctions pénales peuvent être prononcées par des autorités ne réunissant pas toutes les caractéristiques du « tribunal » visé par l'article 6, paragraphe 1<sup>er</sup> de la Convention, à la condition toutefois que le justiciable dispose contre cette décision d'un recours de pleine juridiction. Le Conseil d'Etat exige en conséquence sous peine d'opposition formelle à ce qu'il soit institué un recours en réformation contre les décisions de la CSSF prononçant des amendes d'ordre par application de l'article 7, paragraphe 1<sup>er</sup> sous avis.

#### Amendement 9: nouvel article 8

Le paragraphe 1<sup>er</sup> prévoit que les règles de la procédure administrative non contentieuse ne s'appliquent pas à la procédure de retrait obligatoire ni à celle du rachat obligatoire, dans la mesure où, suivant les auteurs des amendements gouvernementaux, « un mécanisme d'opposition est prévu ». Cette disposition est contraire au principe de la hiérarchie des normes qui impose le parallélisme des formes interdisant à ce qu'il soit fait référence dans le texte d'une loi à un règlement grand-ducal déterminé.

Par ailleurs, nonobstant l'existence d'une procédure d'opposition, les décisions de la CSSF doivent être motivées. Cette motivation est essentielle pour apprécier l'opportunité d'un recours en annulation devant les juridictions administratives. Il convient de noter que ni l'article 5, pour la procédure de retrait obligatoire, ni l'article 6, pour la procédure de rachat obligatoire, ni l'article 7, pour les sanctions d'ordre, ne prévoient expressément une telle motivation. De même, il n'y a pas de raison d'écarter les autres principes de la procédure administrative non contentieuse.

En effet, « à partir principalement de l'article 8 de la Convention (de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales), mais aussi parfois de l'article 6 (de cette convention), la Cour européenne (des droits de l'Homme) a conclu à l'existence de garanties de procédure administrative non contentieuse<sup>2</sup>: L'Etat a l'obligation d'assurer un processus décisionnel équitable. Plus précisément, l'administré doit être associé au processus de décision, via l'information, la consultation, la faculté d'intervenir, le droit d'être entendu, le droit d'exposer son point de vue devant les autorités compétentes. Somme toute, la Cour européenne accorde aux administrés un ensemble de garanties décalquées, *mutatis mutandis*, du droit au procès équitable<sup>3,4</sup> »

Le Conseil d'Etat se montre étonné par la motivation choisie par les auteurs des amendements gouvernementaux, alors que l'exclusion des règles

---

<sup>2</sup> Selon une opinion dominante, ces garanties valent principalement pour les procédures administratives non contentieuses de type accusatoire ou du moins ne seraient pas assurées à l'identique pour les autres procédures contentieuses.

<sup>3</sup> Arrêt du 17 décembre 2002 *Venema c/Pays Bas*, n° 35731/97; arrêt du 13 janvier 2009 *Todorova c/Italie*, n° 33932/06; arrêt du 14 février 2006, *Türek c./Slovaquie*, n° 57986/00.

<sup>4</sup> Voir Jean-François Flauss, « La démocratie administrative, des administrés aux citoyens », in *Revue Française d'Administration Publique* 2011, n° 137-138; page 55.

de la procédure administrative non contentieuse ne se retrouve pas dans d'autres textes législatifs conférant des pouvoirs de décisions à la CSSF.

Pour l'ensemble des raisons de forme et de fond développées ci-avant, le Conseil d'Etat exige sous peine d'opposition formelle la suppression de la disposition du paragraphe 1<sup>er</sup>.

Suite à la suppression du paragraphe 1<sup>er</sup>, l'intitulé du nouvel article 8 devra être changé pour se référer à la modification de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier.

Le paragraphe 2 procède à une modification de la loi organique de la CSSF du 23 décembre 1998. Le texte sous examen permet à la CSSF de percevoir des taxes pour couvrir ses frais de fonctionnement en cas de retrait obligatoire ou de rachat obligatoire. Le Conseil d'Etat note que ce sera la société concernée, et non l'actionnaire majoritaire, qui supportera cette taxe.

#### Amendement 10: nouvel article 9

A l'instar de la proposition du Conseil d'Etat faite à l'endroit du paragraphe 5 du nouvel article 3 tel qu'il résulte de l'amendement 4, la deuxième phrase du paragraphe 2 doit être modifiée pour commencer par: « Elle veille à ce que ... », puisque la première phrase fait référence à la société concernée au singulier.

Au paragraphe 3, le Conseil d'Etat propose de supprimer le mot « valablement » pour les mêmes raisons que celles indiquées à propos du paragraphe 5 du nouvel article 3.

Les paragraphes 4 et 5 appellent les observations suivantes:

- il convient d'écrire respectivement « par dérogation à l'article 4, paragraphe 1<sup>er</sup> » et « par dérogation à l'article 5, paragraphe 1<sup>er</sup> »;
- dans ces deux dispositions, il y a lieu de rectifier une faute de frappe, alors qu'il faut parler de « marché réglementé »;
- au lieu de faire référence à « la date d'entrée en vigueur de la loi du 21 septembre 1990 », il aurait mieux valu y insérer une date concrète.

Cette dernière observation vaut aussi pour le paragraphe 6 qui renvoie à la date d'entrée en vigueur de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières.

#### Amendement 11: nouvel article 10

L'article sous rubrique n'appelle pas d'observation.

\*

En guise d'observation finale, le Conseil d'Etat constate que le projet de la loi ne confère pas une présentation uniforme à la numérotation des paragraphes quand il y est fait référence; il conseille en cas de renvoi d'omettre les parenthèses et de ne pas écrire « paragraphe 1 », mais paragraphe 1<sup>er</sup>.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 16 décembre 2011.

Le Secrétaire général,

s. Marc Besch

Pour le Président,  
La Vice-Présidente,

s. Viviane Ecker