



NEWSLETTER

Corporate, M&A

16 février 2026

DROIT DES ACTIONNAIRES DANS LES SOCIÉTÉS COTÉES

Les offres publiques d'acquisition placent souvent les actionnaires minoritaires face à un sentiment d'asymétrie et de perte de contrôle. Le droit luxembourgeois adopte pourtant une approche différente : loin d'effacer leurs prérogatives, il organise un cadre structuré visant à préserver leur capacité d'information, d'expression et d'influence, y compris dans des contextes transfrontaliers et en présence d'offres recommandées.

❖ Trois idées clés à retenir**⚖ Ancrage luxembourgeois des droits des actionnaires**

Même lorsque les titres sont admis à la négociation à l'étranger, les droits fondamentaux des actionnaires (gouvernance, seuils, contrôle, retrait) demeurent régis par le droit luxembourgeois du siège.

🔍 Une offre recommandée ne neutralise pas les protections

Transparence renforcée, égalité de traitement, liberté de décision des actionnaires et primat de l'intérêt social continuent de s'appliquer pleinement, sous le contrôle des autorités et, le cas échéant, du juge.

🤝 Se fédérer pour peser réellement

La plupart des leviers les plus efficaces (convocation d'AG, inscription de résolutions, prorogation, influence sur la gouvernance) supposent l'atteinte de seuils légaux. La coordination entre actionnaires minoritaires constitue dès lors un facteur décisif d'effectivité des droits.

Cette note propose une lecture structurée et opérationnelle des mécanismes de protection des actionnaires minoritaires en droit luxembourgeois des OPA. Elle se veut une base de réflexion et d'analyse, dans un domaine où la stratégie collective compte souvent autant que la règle juridique elle-même.

À la suite d'annonces récentes relatives à une offre publique dite recommandée, de nombreuses interrogations ont émergé quant à la portée réelle des droits et à la protection des actionnaires minoritaires.

Cette note a pour objet de fournir des clés de lecture pratiques afin d'aider les actionnaires (minoritaires) à naviguer dans le cadre juridique applicable, à identifier les droits dont ils disposent et à comprendre les leviers susceptibles d'être actionnés dans ce contexte.

1. UNE ARCHITECTURE JURIDIQUE DUALE, MAIS STRUCTUREE

1.1. Le Luxembourg : un droit des sociétés intrinsèquement international

Le droit luxembourgeois des sociétés est, par nature, un droit ouvert et internationalisé. Cette caractéristique s'explique par la position du Luxembourg comme place juridique et financière internationale, où les sociétés présentent très fréquemment des éléments d'extranéité, qu'il s'agisse de leur actionnariat, de leurs activités ou de leurs marchés de cotation.

Le Luxembourg applique la théorie du siège réel, selon laquelle une société est soumise au droit luxembourgeois dès lors que son siège réel, entendu comme le centre effectif de direction et d'exploitation de la société, est situé au Luxembourg. Il en résulte qu'une société dont le siège réel se trouve au Luxembourg est régie, pour l'ensemble des questions relevant du droit des sociétés, par la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, telle que modifiée (la **Loi 1915**) indépendamment du marché réglementé sur lequel ses titres sont admises à la négociation.

Dans ce cadre, les règles fondamentales relatives à la gouvernance, aux droits des actionnaires, aux seuils de contrôle ainsi qu'aux mécanismes de retrait et de rachat obligatoires demeurent soumises au droit luxembourgeois, y compris lorsque les titres de la société luxembourgeoise sont exclusivement admis sur un marché réglementé étranger. Cette règle constitue le socle du raisonnement, y compris dans des situations fortement transfrontalières.

1.2. Sociétés cotées : superposition de normes nationales et européennes

Lorsque les titres d'une société luxembourgeoise sont admis à la négociation sur un marché réglementé d'un autre Etat membre, le cadre juridique applicable se complexifie par l'effet combiné : (i) du droit luxembourgeois ; (ii) des règles de l'Etat membre dans lequel les titres de la société sont admis à la négociation ; et (iii) du droit de l'Union européenne.

Cette superposition n'est toutefois pas anarchique : elle obéit à des règles précises de répartition des compétences, issues tant du droit luxembourgeois que des directives et règlements européens.

1.3. Les offres publiques d'acquisition : application combinée de la loi OPA luxembourgeoise et du droit de l'Etat membre de cotation

En matière d'offres publiques, la clé de répartition résulte de la loi luxembourgeoise du 16 mai 2006 relative aux offres publiques d'acquisition (la **Loi OPA**), laquelle transpose la directive européenne OPA. La Loi OPA opère une distinction selon le lieu de négociation des titres de la société visée. À cet égard, plusieurs situations doivent être distinguées.

1.3.1. Lorsque la société visée a son siège social au Luxembourg **ET** lorsque ses titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé au Luxembourg, la Commission de surveillance du secteur financier (**CSSF**) est compétente pour le contrôle d'une offre concernant la société visée et la Loi OPA s'applique pleinement.

1.3.2. Par contre, lorsque la société visée a son siège social au Luxembourg **ET** que ses titres sont admis à la négociation sur **un marché réglementé d'un autre Etat membre** que celui du siège social, l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est alors celle de l'Etat membre sur le marché réglementé duquel les titres de la société sont admis à la négociation.

1.3.3. Par ailleurs, si les titres de la société visée sont admis à la négociation sur les marchés réglementés **de plus d'un Etat membre**, dans ce cas, l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre est celle de l'Etat membre sur le marché réglementé duquel les titres de la société ont été admis à la négociation en premier lieu.

1.3.4. Si en plus les titres de la société visée ont été admis en premier lieu à la négociation **simultanément** sur les marchés réglementés de plusieurs Etats membres, la société visée déterminera alors quelle est l'autorité compétente, parmi celles de ces Etats membres, pour le contrôle de l'offre en informant ces marchés réglementés et leurs autorités de contrôle dès le premier jour de la négociation.

1.3.5. Répartition des règles applicables dans les hypothèses transfrontalières

Dans les hypothèses visées aux points sous 1.3.2 à **Error! Reference source not found.** ci-dessus, la Loi OPA organise une répartition fonctionnelle des règles applicables, qu'il convient de distinguer comme suit : les questions relatives à la conduite de l'offre, et notamment : (a) la contrepartie offerte, en particulier le prix, (b) la procédure de l'offre, (c) les informations relatives à la décision prise par l'offrant de lancer une offre, (d) le contenu du document d'offre, (e) ainsi que les modalités de divulgation de l'offre, sont régies par les règles de l'État membre de l'autorité compétente, à savoir l'État membre sur le marché réglementé duquel les titres sont admis à la négociation.

En revanche, le droit luxembourgeois demeure pleinement applicable à l'ensemble des questions relatives à l'information devant être fournie au personnel de la société visée ainsi qu'aux matières relevant du droit des sociétés, dont notamment le pourcentage de droits de vote conférant le contrôle, les dérogations à l'obligation de lancer une offre, ainsi que les conditions dans lesquelles l'organe d'administration ou de direction de la société visée peut entreprendre des actions susceptibles de faire échouer l'offre.

CONCLUSION

Ces règles permettent d'assurer que, si la discipline de marché et la procédure de l'offre relèvent légitimement de l'État membre de négociation, les droits fondamentaux des actionnaires — en tant que tels — demeurent ancrés dans le droit des sociétés de l'État du siège social. Cette articulation garantit que les actionnaires d'une société cible luxembourgeoise ne sont pas privés des protections fondamentales du droit luxembourgeois du seul fait d'une cotation à l'étranger, tout en assurant la cohérence et la sécurité juridique des opérations de marché menées dans un cadre européen harmonisé.

1.4. Le règlement abus de marché : un cadre européen directement applicable

S'agissant des règles relatives aux abus de marché, la situation est différente. Le Règlement (UE) n°596/2014 sur les abus de marché est un règlement européen donc directement applicable, sans nécessité de transposition. Il s'applique donc de manière uniforme à toutes les sociétés dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché réglementé de l'Union européenne.

Son application est toutefois supervisée par l'autorité compétente de l'État membre du marché concerné, tandis que les autorités nationales — au Luxembourg, la CSSF — disposent de pouvoirs d'enquête, de coopération et de sanction, conformément aux textes nationaux d'exécution et à la pratique administrative publiée.

Ainsi, dans un contexte transfrontalier : (i) les règles sont européennes ; et (ii) la supervision opérationnelle s'articule entre autorités nationales, selon le lieu de cotation et les mécanismes de coopération prévus par le droit de l'Union.

1.5. La loi luxembourgeoise sur la transparence : rattachement au siège de l'émetteur

Les obligations de transparence applicables aux sociétés cotées trouvent leur fondement dans la loi luxembourgeoise du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence des émetteurs (la **Loi Transparence**) qui s'applique aux émetteurs pour lesquels le Luxembourg est l'État membre d'origine, indépendamment du marché réglementé sur lequel les actions sont admises à la négociation.

Elle impose notamment (i) la publication et la notification des franchissements de seuils de participation ; (ii) la communication du total des droits de vote et du capital ; et (iii) le respect du principe d'égalité de traitement des actionnaires dans l'accès à l'information. Le critère déterminant n'est donc pas le lieu de cotation, mais bien le rattachement de l'émetteur au Luxembourg en tant qu'État membre d'origine.

1.6. Une articulation protectrice pour les actionnaires

Cette architecture juridique, parfois perçue comme complexe, poursuit un objectif clair : éviter toute dilution des droits des actionnaires dans un contexte transfrontalier. Elle permet de garantir que : (i) la procédure de marché est régie par les règles du marché concerné ; (ii) tandis que les droits fondamentaux des actionnaires, en tant que tels, restent ancrés dans le droit des sociétés de l'État d'origine.

2. Une offre recommandée n'efface pas les droits des minoritaires

Le caractère « recommandé » d'une offre publique — c'est-à-dire soutenue par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance de la société visée — peut être perçu comme emportant une forme de présomption de conformité de l'opération et, corrélativement, comme un affaiblissement de la position des actionnaires minoritaires. Or une telle lecture ne correspond toutefois pas au cadre juridique applicable.

Le caractère amical ou recommandé d'une offre publique d'acquisition est juridiquement neutre quant à l'application des principes fondamentaux qui gouvernent la protection des actionnaires. Ceux-ci demeurent pleinement applicables, et notamment : (i) le principe d'égalité de traitement entre actionnaires d'une même catégorie ; (ii) le droit de bénéficier de toute amélioration ultérieure du prix ou des conditions de l'offre, y compris pour les actionnaires ayant déjà apporté leurs titres ; (iii) ainsi que les mécanismes de protection en cas d'offre concurrence, permettant, dans les conditions prévues par la loi, de revenir sur une acceptation antérieure.

En outre, le soutien exprimé par les organes sociaux à l'opération ne saurait être dissocié des obligations qui leur incombent en vertu du droit des sociétés. A ce titre, les membres des organes d'administration ou de direction demeurent tenus, à chaque stade du processus, de prendre leurs décisions dans l'intérêt social de la société, entendu comme l'intérêt propre et autonome de celle-ci, et non comme celui d'un actionnaire ou d'un groupe d'actionnaires en particulier.

Cette exigence constitue l'une des pierres angulaires de la protection des actionnaires minoritaires : elle implique que l'appréciation d'une offre recommandée repose sur une analyse objective, loyale et informée de l'opération, tenant compte tant de ses aspects financiers que de ses implications stratégiques, sociales et de gouvernance.

Autrement dit, l'adhésion des organes sociaux à une offre publique ne neutralise ni les garanties procédurales prévues par le droit des offres publiques, ni les obligations qui leur incombent en vertu du droit luxembourgeois des sociétés, et notamment l'obligation d'agir dans l'intérêt social de la société,

de respecter la loi et les statuts, et d'exercer leur mandat avec la diligence requise, lesquelles demeurent pleinement applicables indépendamment du caractère recommandé de l'offre.

3. Transparency et information : un cadre renforcé

La recommandation d'une offre publique par les organes sociaux de la société visée n'a ni pour objet ni pour effet d'atténuer les obligations de transparence applicables à l'opération. Au contraire, le cadre juridique applicable aux offres publiques — combinant le droit des OPA (y compris la Loi OPA), la Loi 1915 et la Loi Transparence — conduit à un renforcement des exigences d'information à destination du marché et des actionnaires.

Le régime de transparence applicable repose à la fois sur les règles légales et réglementaires susmentionnées, mais également, le cas échéant, sur des dispositions spécifiques prévues par les statuts de la société visée, adoptées en complément du cadre légal afin d'assurer un niveau accru d'information du public et des actionnaires. De telles dispositions statutaires peuvent ainsi renforcer, sans s'y substituer, les mécanismes d'information prévus par la loi, dans une logique de protection des investisseurs et de bonne gouvernance.

Dans ce contexte, les actionnaires bénéficient d'un accès élargi à des informations structurantes, portant notamment sur les caractéristiques de l'offre, la position motivée des organes sociaux, l'évolution de l'actionnariat, les franchissements de seuils de participation et les incidences de l'opération sur la gouvernance et le contrôle de la société.

Ces obligations d'information, qui s'imposent indépendamment du caractère recommandé de l'offre, visent à garantir que les actionnaires disposent d'un niveau d'information suffisant, exact et actualisé, leur permettant d'apprécier l'opération de manière éclairée.

La transparence constitue ainsi un instrument central de protection des actionnaires minoritaires, en leur permettant de conserver, tout au long du processus d'offre, un degré d'information utile et nécessaire à l'exercice effectif de leurs droits.

À titre d'exemple, le maintien d'un niveau d'information régulier, utile et pertinent est notamment assuré par les obligations de notification et de publication des franchissements de seuils de participation prévues par la loi luxembourgeoise relative aux obligations de transparence. Ces notifications permettent aux actionnaires de suivre, en temps quasi réel, l'évolution de l'actionnariat et la dynamique de prise de contrôle dans le cadre de l'offre, et de disposer ainsi d'un degré de connaissance suffisant pour apprécier l'état d'avancement de l'opération et déterminer, en toute connaissance de cause, la position à adopter au moment qu'ils estiment opportun.

4. Des droits de gouvernance qui demeurent pleinement effectifs

Indépendamment de l'offre elle-même, les actionnaires minoritaires demeurent libres d'exercer leurs droits dans le cadre institutionnel central qu'est l'assemblée générale, laquelle reste le forum naturel de débat, de contrôle et, le cas échéant, de pression sur les organes de gestion.

4.1. Droit de participer

Le premier droit, et sans doute le plus fondamental, d'un actionnaire est de participer à l'assemblée générale. Celle-ci constitue en effet le forum naturel et privilégié dans lequel les actionnaires peuvent non seulement exercer leurs droits politiques, mais également s'exprimer, influencer les décisions de la société et, le cas échéant, animer le débat autour des choix stratégiques et de

gouvernance ainsi que questionner la société. C'est à ce niveau que s'exerce, de manière collective, le pouvoir des actionnaires sur la société et ses organes.

La participation à l'assemblée générale est naturellement conditionnée à la qualité d'actionnaire et à la preuve de cette qualité. Pour les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, la loi luxembourgeoise du 24 mai 2011 relative à l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées (la **Loi SRD II**)¹ retient le mécanisme de la date d'enregistrement (*record date*) : la qualité d'actionnaire est appréciée au quatorzième jour précédent l'assemblée générale, à minuit (heure de Luxembourg), indépendamment des cessions ultérieures de titres.

La société peut, en outre, prévoir certaines formalités organisationnelles destinées à assurer le bon déroulement de l'assemblée, telles que l'obligation de s'enregistrer préalablement, d'utiliser un formulaire déterminé ou de notifier sa participation dans un délai donné. Néanmoins, ces formalités doivent demeurer raisonnables et proportionnées : elles ne peuvent être conçues ou appliquées de manière à restreindre indûment l'accès à l'assemblée générale ou à rendre excessivement difficile l'exercice effectif du droit de participation par les actionnaires.

4.2. Droit de convoquer une assemblée générale

Au-delà du droit de participer à une assemblée générale convoquée par les organes sociaux, les actionnaires disposent également d'un droit propre de provoquer la tenue d'une assemblée générale, lorsque certaines conditions sont réunies. Ce droit constitue un levier de gouvernance particulièrement structurant, en ce qu'il permet aux actionnaires de contraindre les organes de gestion à réunir l'assemblée et à débattre de sujets que ces derniers n'auraient pas spontanément inscrits à l'agenda.

C'est le régime général de la Loi 1915 qui prévoit ce droit en disposant qu'un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 10 % du capital social peuvent exiger la convocation d'une assemblée générale, en indiquant les points à inscrire à l'ordre du jour. Ce seuil de 10 % s'applique indépendamment du fait que la société soit cotée ou non et n'a pas été abaissé par la Loi SRD II.

La Loi de 1915 encadre en outre strictement l'exécution de ce droit : les organes compétents sont tenus de convoquer une assemblée générale devant se tenir dans un délai d'un mois à compter de la réception d'une demande régulière émanant d'actionnaires représentant au moins un dixième du capital social. À défaut de convocation dans ce délai, les actionnaires requérants disposent alors d'un recours juridictionnel effectif par la saisine du président du tribunal d'arrondissement siégeant en matière commerciale, statuant comme en matière de référé, afin d'obtenir la désignation d'un mandataire chargé de procéder à la convocation de l'assemblée générale.

En pratique, ce droit de convocation constitue un instrument de pression légitime à la disposition des actionnaires minoritaires significatifs ou capable de se fédérer. La perspective d'une assemblée générale convoquée à l'initiative des actionnaires — et des débats publics qui en résultent — est susceptible d'influer de manière concrète sur la conduite des organes d'administration ou de direction, en particulier dans un contexte sensible tel qu'une offre publique.

¹ Loi luxembourgeoise du 24 mai 2011 relative à l'exercice de certains droits des actionnaires dans les sociétés cotées, transposant la Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 relative à l'exercice de certains droits des actionnaires dans les sociétés cotées (connue sous le nom Directive actionnaires I), telle que modifiée par la loi du 1^{er} août 2019, laquelle transpose la Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017, modifiant la Directive 2007/36/CE en ce qui concerne l'encouragement de l'engagement à long terme des actionnaires (connue sous le nom de Directive actionnaires II).

4.3. Droit d'inscrire des points à l'ordre du jour et de déposer des projets de résolution

La Loi 1915 reconnaît, à titre de règle générale, le droit de faire inscrire des points à l'ordre du jour et donc de déposer des projets de résolutions aux actionnaires représentant seuls ou collectivement au moins 10 % du capital social, selon des modalités et délais précis.

Toutefois, la Loi SRD II renforce sensiblement ce régime en abaissant le seuil requis pour l'exercice de ce droit à 5 % du capital social. Ce droit constitue un levier de gouvernance particulièrement effectif : il permet aux actionnaires minoritaires organisés d'imposer la discussion publique de sujets sensibles, de structurer le débat en assemblée générale et, le cas échéant, de soumettre formellement aux autres actionnaires des positions alternatives à celles proposées par les organes sociaux.

4.4. Droit de requérir une prorogation

Outre le droit de convoquer une assemblée générale ou de rajouter des points à l'ordre du jour, les actionnaires disposent également du droit de requérir la prorogation d'une assemblée générale déjà convoquée. Ce droit trouve son fondement dans le régime général de la Loi 1915 laquelle prévoit qu'un ou plusieurs actionnaires représentant seuls ou conjointement au moins 10 % du capital social peuvent exiger la prorogation de l'assemblée générale à quatre semaines.

La demande a pour effet de reporter l'assemblée générale et toutes les décisions éventuellement prises lors de la première séance sont annulées et donc privées de quelconque effet. Il faut attirer l'attention que ce droit de prorogation n'a pas fait l'objet d'un aménagement spécifique par la Loi SRD II. En effet, contrairement à d'autres droits de gouvernance — tels que l'inscription de points à l'ordre du jour ou le dépôt de projets de résolution — le législateur n'a pas abaissé le seuil requis pour les sociétés cotées. En conséquence, y compris dans le cas de sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, le droit de requérir une prorogation demeure soumis au seuil de 10 % du capital social, tel que prévu par la Loi 1915.

En pratique, ce mécanisme constitue un outil tactique important pour les actionnaires minoritaires significatifs ou capables de se coordonner : il permet de différer la prise de décisions, de créer un temps supplémentaire de réflexion et de débat, et, le cas échéant, de rééquilibrer le rapport de forces dans un contexte sensible, notamment en présence d'une offre publique.

4.5. Droit de poser des questions

Le droit de participer à l'assemblée générale emporte, pour chaque actionnaire, un droit individuel de poser des questions, inhérent à la qualité d'actionnaire et expressément consacré par la Loi SRD II pour les actionnaires de titres admis à la négociation sur un marché réglementé.

Tout actionnaire a le droit de poser des questions portant sur les points inscrits à l'ordre du jour de l'assemblée générale, et la société est tenue d'y répondre. Ce droit constitue un instrument essentiel de transparence et de contrôle, permettant aux actionnaires d'obtenir des éclaircissements utiles sur les résolutions soumises à leur vote, sur la position des organes sociaux et, plus largement, sur les enjeux de gouvernance débattus en assemblée générale.

En principe, si l'exercice de ce droit est circonscrit aux points figurant à l'ordre du jour, afin de préserver l'ordre et l'efficacité des débats ; toutefois, dans des situations complexes — notamment lorsqu'une opération structurante est en cours — il peut être admis que des questions s'écartant marginalement de la formulation stricte de l'ordre du jour, mais directement liées aux circonstances de l'espèce et aux implications concrètes, soient recevables. Une telle approche permet de garantir un débat utile et informé, sans pour autant élargir indûment l'ordre du jour ni ouvrir de nouveaux débats formels en dehors du cadre légal.

En pratique, le droit de poser des questions, loin d'être un droit anodin, offre ainsi aux actionnaires, (surtout) les minoritaires, un moyen direct d'interpellation des organes sociaux en séance, contribuant à la qualité du dialogue actionnarial et à l'effectivité du contrôle exercé en assemblée générale.

4.6. Droit de faire insérer des remarques dans le procès-verbal de toute assemblée générale

En plus de leur participation active aux débats et aux votes, les actionnaires disposent également du droit de faire consigner leurs remarques dans le procès-verbal de l'assemblée générale. Ce droit participe directement à la protection de leurs intérêts, en ce qu'il permet de tracer fidèlement le déroulement des débats, les positions exprimées et, le cas échéant, les réserves formulées par les actionnaires.

Concrètement, les actionnaires peuvent demander que certaines déclarations, objections ou prises de position soient expressément reprises au procès-verbal, avant sa clôture et sa signature par le bureau de l'assemblée. Cette faculté revêt une importance particulière lorsque des décisions sensibles sont adoptées ou lorsque des désaccords apparaissent quant à la procédure suivie ou au contenu des résolutions.

La possibilité de faire acter des remarques dans le procès-verbal constitue ainsi un outil de sécurisation juridique, notamment en vue de la préservation de preuves et de l'exercice ultérieur de droits ou de recours. Elle permet d'éviter que certains éléments factuels ou contestations ne disparaissent du compte rendu officiel de l'assemblée, lequel fait foi du déroulement de celle-ci.

4.7. Droit de consulter les procès-verbaux de toute assemblée et de la liste de présence

Enfin, les actionnaires disposent également du droit de consulter les procès-verbaux des assemblées générales ainsi que la liste de présence, ces documents constituant les pièces officielles attestant du déroulement des assemblées, des décisions adoptées et de l'identité des actionnaires présents ou représentés.

La consultation de ces documents permet aux actionnaires de vérifier la régularité de la convocation et du quorum, le respect des règles de majorité, ainsi que la correcte prise en compte des votes et des interventions. Elle offre en outre une traçabilité essentielle en cas de contestation ultérieure, notamment lorsqu'il s'agit d'apprécier la validité des résolutions adoptées ou la conformité de la procédure suivie.

En pratique, l'accès aux procès-verbaux et à la liste de présence constitue un instrument central de contrôle et de preuve, permettant aux actionnaires — et en particulier aux minoritaires — de préserver leurs droits et, le cas échéant, de documenter de manière précise toute irrégularité ou manquement susceptible de fonder une action ou une demande ultérieure.

4.8. Se fédérer pour peser

Pris isolément, les actionnaires minoritaires disposent de droits réels mais dont l'exercice demeure, en pratique, limité. En dehors du droit de participer à l'assemblée générale, d'y poser des questions, des faire consigner des remarques, etc. la plupart des leviers de gouvernance prévus sont conditionnés à l'atteinte de seuils de détention minimaux, rendant leur mise en œuvre difficile pour les petits porteurs agissant seuls.

L'élément commun à l'ensemble des droits examinés ci-dessus réside toutefois dans la possibilité de les exercer collectivement. Les seuils requis — qu'ils soient fixés à 5 % ou à 10 % du capital social — peuvent être atteints par un ou plusieurs actionnaires agissant de concert ou se coordonnant, sans qu'il soit nécessaire qu'un actionnaire individuel détienne, à lui seul, la participation requise.

Dans ce contexte, la capacité des actionnaires minoritaires à se fédérer constitue un facteur déterminant. En se regroupant, ils peuvent accéder à des droits à fort effet de levier — convocation d'une assemblée générale, inscription de points à l'ordre du jour, dépôt de projets de résolution ou prorogation de l'assemblée — et ainsi peser de manière plus significative sur la gouvernance et les décisions des organes sociaux.

En pratique, cette dynamique collective peut transformer une position minoritaire dispersée en une force d'influence structurée, susceptible de modifier le rapport de forces, d'imposer un débat public et, le cas échéant, de contraindre les organes de la société à justifier, ajuster ou reconsiderer certaines orientations. Dans un contexte sensible tel qu'une offre publique, la capacité des actionnaires minoritaires à se coordonner peut ainsi constituer un vecteur essentiel d'expression, de négociation et de protection de leurs intérêts.

A titre d'exemple, le droit d'inscription de points à l'ordre du jour et de dépôt de projets de résolution mentionné plus haut peut apparaître comme une arme redoutable aux mains des actionnaires capable de se fédérer car pouvant avoir des implications directes en matière de gouvernance.

En application de la Loi 1915, les membres de l'organe d'administration sont révoqués par l'assemblée générale à tout moment, *ad nutum* et à la majorité simple, cette faculté constituant une règle d'ordre public à laquelle il ne peut être dérogé par les statuts.

Dans un contexte où l'actionnariat peut, potentiellement, être largement dispersé — ce qui est fréquemment le cas dans les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé et caractérisées par un flottant significatif — des actionnaires minoritaires capables de se fédérer et d'atteindre les seuils légaux requis peuvent, par une action concertée, activer plusieurs leviers de gouvernance : provoquer la convocation d'une assemblée générale, faire inscrire des points à l'ordre du jour, déposer des projets de résolution et tenter d'en obtenir l'adoption.

Parmi ces leviers figure, en particulier, la révocation des membres en place de l'organe d'administration, ainsi que la proposition de nomination de nouveaux administrateurs, laquelle constitue une arme de gouvernance particulièrement redoutable. Sans préjuger de l'issue de tels votes, la seule inscription de ces sujets à l'ordre du jour de l'assemblée générale est susceptible d'exercer une pression significative sur les organes sociaux et d'influer concrètement sur leur comportement, notamment dans des phases sensibles de la vie de la société telles qu'une offre publique.

4.9. Droits d'information

Le droit à l'information constitue un socle transversal de l'exercice des droits des actionnaires. Il conditionne la capacité de ces derniers à participer utilement aux débats, à voter de manière éclairée et, le cas échéant, à contester les décisions prises.

À ce titre, la société est tenue de mettre à disposition des actionnaires, dans les formes et délais prévus par la loi, l'ensemble des éléments nécessaires à la préparation de l'assemblée générale, notamment l'ordre du jour, les documents explicatifs, les projets de résolution, ainsi que toute information pertinente permettant d'apprécier la portée des décisions soumises au vote. Ces obligations découlent tant de la Loi 1915 que du régime applicable aux sociétés cotées, et sont renforcées dans des contextes sensibles tels qu'une offre publique.

Le droit à l'information ne se limite pas à une communication formelle : il vise à garantir une information complète, exacte et intelligible, permettant aux actionnaires d'exercer un contrôle effectif sur les organes sociaux. Il constitue également un outil de traçabilité et de protection, en ce qu'il permet d'identifier d'éventuelles insuffisances ou irrégularités dans le processus décisionnel,

susceptibles de fonder ultérieurement des demandes d'explication, des réserves formelles ou des actions en justice.

Ainsi compris, le droit à l'information apparaît non seulement comme un droit autonome, mais comme un levier structurant de l'ensemble des droits de gouvernance, en particulier pour les actionnaires minoritaires.

4.10. Le primat de l'intérêt social et la protection contre les mesures frustratoires

Au-delà des droits de gouvernance expressément reconnus aux actionnaires, le droit luxembourgeois offre une protection plus structurelle encore aux actionnaires minoritaires.

Le régime général découlant de la Loi 1915 impose aux organes d'administration et de direction de prendre toute décision dans l'intérêt social de la société. Ce principe irrigue l'ensemble de l'exercice des pouvoirs de gestion et constitue un cadre permanent de référence, indépendamment de toute opération particulière.

Ce principe est, par ailleurs, explicitement rappelé et renforcé dans le contexte spécifique des offres publiques par le régime spécial instauré par la Loi OPA. Dans ses dispositions relatives aux principes généraux applicables aux offres, cette loi impose à l'organe d'administration ou de direction de la société visée d'agir dans l'intérêt de la société dans son ensemble et lui interdit de priver les détenteurs de titres de la possibilité de se prononcer librement sur les mérites de l'offre. Il en résulte que les organes sociaux ne peuvent, dans ce contexte, adopter que des mesures compatibles avec la liberté de décision des actionnaires. En cas de manquement, la responsabilité des dirigeants peut être engagée.

5. Retrait obligatoire et rachat obligatoire : le mécanisme de sortie comme protection ultime

En complément des droits de gouvernance et des garanties procédurales exposés ci-dessus, la Loi OPA prévoit, en outre, des mécanismes spécifiques de retrait obligatoire (*squeeze-out*) et de rachat obligatoire (*sell-out*), qui constituent une protection ultime des actionnaires minoritaires à l'issue d'une offre publique.

Ces dispositions visent à traiter les situations dans lesquelles, à la suite d'une offre, la structure de l'actionnariat devient fortement déséquilibrée. D'une part, le mécanisme de retrait obligatoire permet, sous certaines conditions, à l'actionnaire majoritaire d'obtenir le transfert des titres encore détenus par les minoritaires, moyennant une contrepartie équitable. D'autre part, le mécanisme de rachat obligatoire confère aux actionnaires minoritaires résiduels le droit d'exiger de l'offrant qu'il acquière leurs titres, leur permettant ainsi de ne pas demeurer captifs d'une société devenue quasi intégralement contrôlée.

La Loi OPA encadre ces mécanismes par des règles spécifiques destinées à garantir le caractère équitable du juste prix offert, lesquelles sont mises en œuvre sous le contrôle de la CSSF. Cette supervision contribue à assurer que la sortie imposée ou sollicitée par les actionnaires minoritaires s'opère dans des conditions financières justes et transparentes.

Pris ensemble, ces mécanismes poursuivent un objectif commun : éviter que les actionnaires minoritaires ne se retrouvent enfermés dans une situation de fait défavorable, marquée par une liquidité réduite ou une perte d'influence structurelle. Ils traduisent la volonté du législateur d'assurer, en fin de processus d'offre publique, un équilibre entre efficacité de l'opération et protection des intérêts des minoritaires, en leur garantissant, selon les circonstances, soit une faculté de sortie, soit une sortie encadrée et indemnisée.

6. Des voies de recours qui subsistent

Au-delà des droits substantiels et procéduraux exposés ci-dessus, les actionnaires minoritaires disposent de voies de recours destinées à assurer le respect effectif de ces droits. Ces mécanismes interviennent comme un complément indispensable au dispositif de protection, en permettant de sanctionner d'éventuels manquements aux règles applicables.

Sans prétendre à l'exhaustivité, ces voies de recours peuvent notamment prendre la forme de recours dirigés contre certaines décisions des autorités compétentes, d'actions fondées sur le droit des sociétés, ou encore, dans des hypothèses spécifiques, d'actions en responsabilité. Elles incluent également l'ensemble des actions judiciaires disponibles devant les juridictions compétentes, y compris les procédures d'urgence telles que le référé et ses variantes, susceptibles d'être mobilisées afin de faire cesser un trouble, prévenir un préjudice imminent ou assurer le respect immédiat des droits des actionnaires.

Ces mécanismes ne sont pas conçus pour entraver ou paralyser les opérations de marché, mais pour garantir le respect du cadre juridique applicable et l'effectivité des droits reconnus aux actionnaires, en particulier dans des contextes sensibles tels qu'une offre publique. Les modalités concrètes de mise en œuvre de ces recours, multiples et dépendantes des circonstances de chaque dossier, excèdent le cadre de la présente note.

CONCLUSION

Le cadre juridique luxembourgeois applicable aux offres publiques d'acquisition s'inscrit dans une logique résolument protectrice des actionnaires minoritaires. En combinant un droit des sociétés structuré, la transposition rigoureuse des directives européennes et un régime spécifique aux offres publiques, le législateur a entendu garantir que l'ouverture des marchés et la dimension transfrontalière des opérations ne se traduisent pas par une dilution des droits des investisseurs.

L'analyse qui précède montre que ces droits ne sont ni théoriques ni purement déclaratoires. Ils s'expriment à travers un ensemble cohérent de mécanismes de gouvernance, de transparence, d'information et de protection, dont certains peuvent être actionnés individuellement, mais dont la pleine portée se révèle surtout lorsqu'ils sont exercés collectivement.

Dans ce contexte, la capacité des actionnaires — et en particulier des petits porteurs — à se fédérer constitue un élément déterminant. La coordination des droits de vote permet non seulement d'atteindre les seuils légaux requis, mais surtout de transformer une minorité dispersée en une force d'expression et d'influence réelle, capable de structurer le débat, d'imposer des sujets à l'agenda et, le cas échéant, de peser sur les décisions des organes sociaux.

En définitive, le droit luxembourgeois ne prive pas les actionnaires minoritaires de moyens d'action face à une offre publique, y compris recommandée. Encore faut-il connaître ces leviers, les exercer avec méthode et, surtout, comprendre que leur efficacité repose moins sur leur accumulation que sur leur mise en œuvre stratégique et collective.

* * * *

Cette note est publiée à des fins purement informatives et générales. Elle ne constitue pas un avis juridique et ne saurait se substituer à une analyse spécifique tenant compte des circonstances propres à chaque situation.

Les offres publiques et la protection des actionnaires minoritaires constituent des sujets d'actualité et de pratique particulièrement sensibles. Cette note se veut une première grille de lecture.

Pour toute question ou pour toute assistance, n'hésitez pas à contacter notre associé Pierre-Alexandre DEGEHET (pierre-alexandre.degehet@kleyrgrasso.com).



Pierre-Alexandre DEGEHET

Partner

T +352 227 330 – 738

E pierre-alexandre.degehet@kleyrgrasso.com

www.kleyrgrasso.com

KLEYR_GRASSO

7 rue des Primeurs

L-2361 Strassen (Luxembourg)