



Master

2023

Open Access

This version of the publication is provided by the author(s) and made available in accordance with the copyright holder(s).

---

La perméabilité du nouveau droit suisse de la société anonyme aux «  
actions de loyauté »

---

Antipin, Vladimir

**How to cite**

ANTIPIN, Vladimir. La perméabilité du nouveau droit suisse de la société anonyme aux « actions de loyauté ». Master, 2023.

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:170073>



# **La perméabilité du nouveau droit de la société anonyme aux « actions de loyauté »**

*ANTIPIN Vladimir*

23 décembre 2023

## Table des matières

<b>La perméabilité du nouveau droit de la société anonyme aux « actions de loyauté »</b> .....	<b>1</b>
<b>I. Introduction</b> .....	<b>3</b>
<b>II. Notion d'« actions de loyauté »</b> .....	<b>5</b>
1. Actions .....	6
2. Constance personnelle et ininterrompue dans la possession des titres pendant une certaine durée .....	6
3. Rétribution .....	7
<b>III. Compatibilité des « actions de loyauté » avec le droit suisse</b> .....	<b>8</b>
A. Principes du droit de la société anonyme potentiellement atteints par les « actions de loyauté » .....	8
1. Principe de l'égalité de traitement .....	8
2. Principe de l'interdiction de soumettre l'actionnaire à une obligation supplémentaire (art. 680 al. 1 CO) .....	18
B. Transposabilité des « actions de loyauté » en droit suisse .....	22
1. Droit de vote de loyauté .....	22
2. Droit à un dividende de loyauté .....	32
3. Droits de loyauté en matière de souscription d'actions ou d'options .....	38
4. Options de loyauté .....	40
<b>IV. Conclusion</b> .....	<b>41</b>
<b>Lois, directives, règlements</b> .....	<b>43</b>
<b>Arrêts cités</b> .....	<b>43</b>
<b>Bibliographie</b> .....	<b>43</b>

## Introduction

La rotation fréquente des actionnaires contribue grandement à la myopie des dirigeants de sociétés cotées. C'est la conclusion à laquelle parviennent de nombreuses études étrangères de science économique. En effet, les preuves empiriques récoltées tendent à établir que le court-termisme managérial<sup>1</sup> est principalement associé à la présence accrue d'investisseurs de court terme au sein de l'actionnariat<sup>2</sup>. S'agissant du court-termisme sur les marchés d'actions, il s'avère être de plus en plus prononcé depuis ces dernières décennies<sup>3</sup>, ce qui révèle la préférence de nombreux investisseurs pour les titres de sociétés, qui sont aptes à générer de grands bénéfices à court terme<sup>4</sup>. Cela n'est pas sans conséquence pour les dirigeants sociaux, car toute annonce de déclin des revenus nets de la société risque d'engendrer une réaction très négative – voire même, parfois, excessive – des investisseurs de court terme, impliquant inéluctablement un effondrement du cours boursier de l'action. C'est pourquoi, les membres de l'organe exécutif ressentent une certaine « pression » et s'efforcent de se conformer docilement aux préférences de ces investisseurs<sup>5</sup>, en mettant en œuvre des mesures favorisant l'augmentation des bénéfices à court terme, même si ces dernières sont nuisibles à la prospérité durable de la société<sup>6</sup>. Malgré le fait que le phénomène du court-termisme est assez généralisé sur le marché de capitaux, les études susmentionnées indiquent aussi que les sociétés avec un

---

<sup>1</sup>Le court-termisme managérial est un comportement, qui consiste en lui-même à prendre des mesures se focalisant excessivement sur l'objectif d'accroître la performance à court terme de la société au détriment de sa prospérité à long terme (MIO/ZARO/FASAN (2020), p. 1786 ; FISCHER (2021), p. 9).

<sup>2</sup>BURCKHARDT (2020), p. 375 s et réf. cit.

<sup>3</sup>DAENIKER (2015), p. 142 et réf. cit. ; HÄUSERMANN (2015), p. 141 s, faisant part d'une durée moyenne de détention des titres cotés en bourse se situant entre 6 et 12 mois. FORSTMOSER (2015), p. 176, estimant qu'elle oscille entre 7 et 8 mois et précisant que ces chiffres s'appliquent également à la Suisse.

<sup>4</sup>MILANO (2019), p. 27.

<sup>5</sup>MIO/ZARO/FASAN (2020), p. 1786 ; WOHLMANN/ZELLER (2017), p. 229, faisant part d'un interview de Laurence Douglas Fink (Chairman et CEO de Blackrock, Inc.), durant lequel ce dernier a affirmé que les sociétés se soumettent aux souhaits de leurs actionnaires qui pensent à court terme. BUSHEE (2005), p. 32, relevant que l'organe exécutif craigne souvent que, suite à l'annonce d'une baisse du montant des bénéfices de la société, les investisseurs institutionnels dits « temporaires » provoquent – en liquidant leur participation – un mouvement généralisé de vente des actions. Voir aussi FISCHER (2021), p. 9, pour les sondages et études sur l'attention excessive portée par les dirigeants sur les résultats trimestriels.

<sup>6</sup>Notamment en renonçant à des investissements qui contribuent à l'augmentation durable de la valeur économique de la société (e.g. investissements R&D ; constitution et maintien du capital humain), mais aussi en procédant à d'importantes distributions en faveur des actionnaires (e.g. dividendes ou rachats d'actions), réduisant ainsi notablement les fonds de la société, qui auraient pu être employés pour ses propres investissements assurant une prospérité durable de son entreprise (SARBACH (2022), p. 274 ; MOUSSU (2019), p. 8 ss).

actionnariat dominé par des investisseurs de long terme sont plus enclines à adopter une stratégie durable de gestion des affaires sociales, ce qui s'accompagne souvent d'investissements orientés vers le long terme. Par ailleurs, étant donné la propension des investisseurs de long terme à surveiller de près leurs propres placements financiers, ils sont naturellement plus intéressés au succès futur de sociétés, dont ils sont actionnaires, et suivent avec attention leur activité économique<sup>7</sup>. En outre, les investisseurs de durée ont aussi tendance à s'attacher plus fermement à l'entreprise que les investisseurs de passage. Par conséquent, dans la mesure où les premiers représentent ensemble une part significative du capital-actions, leur présence au sein de la société favorise la consolidation d'une base actionnariale stable et équilibrée, qui tempère la volatilité du cours de l'action et qui, en temps de crise, limite la chute de sa valeur boursière<sup>8</sup>.

Pour pallier le court-termisme managérial, certains législateurs étrangers ont introduit dans leur ordre juridique les actions de loyauté<sup>9</sup>, à savoir des actions octroyant, à titre de récompense, des droits sociaux ou patrimoniaux privilégiés aux actionnaires, qui ont détenu leur participation pendant une certaine durée. Ainsi, ces actions visent non seulement à motiver les actionnaires à rallonger temporellement la possession de leurs titres, mais aussi à attirer les investisseurs de long terme, qui seraient intéressés à investir dans la société et disposés à garder leur investissement dans une perspective à long terme. En somme, les actions de loyauté déploient un système d'incitation au long-termisme actionnarial. Outre cela, elles constituent également un instrument de gouvernement d'entreprise<sup>10</sup>, car, par l'attribution de droits sociaux ou patrimoniaux de loyauté aux actionnaires de durée, il est recherché de les inciter à participer activement à l'assemblée générale, de sorte à ce qu'ils exercent un certain pouvoir disciplinaire sur les membres du conseil d'administration, qui, notamment dans une société à actionnariat dispersé – en l'absence d'un contrôle effectif et efficace de leurs activités – risquent de sombrer dans l'opportunisme<sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup>JUNG (2021), p. 106.

<sup>8</sup>JAILLET (2012), p. 184 ; GAREL (2019), p. 15.

<sup>9</sup>MIO/ZARO/FASAN (2020), p. 1786.

<sup>10</sup>MIO/ZARO/FASAN (2020), p. 1785.

<sup>11</sup>CHABLOZ (2012), N 23 et N 26 ; PHILIPPE (2021), N 89 s, fournissant également des exemples de comportements opportunistes des dirigeants sociaux.

Dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme, le Conseil national a suggéré que les actions de loyauté soient intégrées dans le droit suisse, mais uniquement sous la forme qui confèrent aux actionnaires « loyaux » des droits patrimoniaux privilégiés. La discussion parlementaire a été toutefois suspendue jusqu'à ce que le Conseil fédéral présente un rapport sur les effets potentiels de leur introduction en droit suisse<sup>12</sup>. Au vu des développements législatifs récents, il n'est pas inintéressant d'examiner la perméabilité du droit suisse aux actions de loyauté, sans pour autant limiter notre analyse à la seule catégorie de droits privilégiés proposée par le législateur suisse. Par souci d'exhaustivité, notre travail explorera également la question de la transposabilité de ces actions dans le nouveau droit de la société anonyme.

Afin de pouvoir apprécier la perméabilité du droit suisse vis-à-vis des « actions de loyauté », il est, tout d'abord, nécessaire de décortiquer ce qui se dissimule derrière cette dénomination. Ensuite, nous examinerons lesdites actions au regard des principes de l'égalité de traitement entre les actionnaires et de l'interdiction de soumettre ces derniers à une obligation supplémentaire. À la suite de l'analyse de la compatibilité des actions de loyauté avec les principes fondamentaux du droit de la société anonyme, nous traiterons de l'admissibilité juridique des différentes possibilités d'aménagement statutaire de chacun des droits de loyauté envisageables, qui sont destinés aux actionnaires de long terme. Finalement, nous terminerons notre travail par une brève conclusion.

## I. Notion d'« actions de loyauté »

En nous inspirant de la doctrine et du droit étranger, de façon générale et succincte, par « actions de loyauté », nous entendons *des actions, qui ont la particularité de rétribuer leurs détenteurs pour leur constance personnelle et ininterrompue dans la possession de leurs titres pendant une certaine durée*. Examinons donc chacun des éléments mentionnés par notre définition.

---

<sup>12</sup>Par l'adoption du Postulat CAJ-CE n°18.4092 « Conséquences des actions de loyauté » au Conseil des Etats, le 19 juin 2019 (Bulletin officiel 2019, p. 545), le Conseil fédéral a été mandaté de rédiger un rapport sur les avantages, les désavantages et les effets de l'introduction des actions de loyauté en droit suisse.

## 1. Actions

Quoique l'introduction d'« actions de loyauté » au sein de la société nécessite, en principe, une disposition statutaire<sup>13</sup>, lesdites « actions » ne constituent toutefois pas une catégorie d'actions propre<sup>14</sup>. La mise en circulation d'« actions de loyauté » ne nécessite pas et n'implique pas la création de nouveaux titres distincts des actions ordinaires. Il n'est pas non plus question d'attacher des privilèges à des actions, de sorte que les premiers suivent le sort des secondes. Les « actions de loyauté » sont, en réalité, une simple désignation d'un concept<sup>15</sup>, dont l'application au sein d'une société nécessite uniquement l'intégration dans ses statuts d'une nouvelle clause, qui aura pour fonction d'accorder un avantage en matière de droits sociaux ou patrimoniaux aux propriétaires d'actions accomplissant la condition de détention des titres à long terme.

## 2. Constance personnelle et ininterrompue dans la possession des titres pendant une certaine durée

Les privilèges ne sont accordés qu'après l'écoulement d'une période de maturation, qui peut être qualifiée de « période de loyauté »<sup>16</sup>. Au cours de celle-ci, l'actionnaire doit détenir sa participation en son nom et s'abstenir d'en transférer la propriété à un tiers<sup>17</sup>. À l'étranger, la durée pendant laquelle ce comportement est exigé de l'actionnaire a souvent été fixée à deux ans<sup>18</sup>.

Afin de pouvoir vérifier que la condition de détention a été respectée, il est nécessaire d'assurer un certain suivi de l'actionnaire. Ainsi, pour des raisons pratiques, il faut que

---

<sup>13</sup>BURCKHARDT (2020), p. 369.

<sup>14</sup>BURCKHARDT (2020), p. 369 ; VON DER CRONE/MOHASSEB (2019), p. 792 ; JENTSCH (2022), p. 269 ; FORSTMOSER (2015), p. 180.

<sup>15</sup>VON DER CRONE/MOHASSEB (2019), p. 792, précisant que l'expression « actions de loyauté » n'est qu'un terme générique désignant différents droits privilégiés accordés aux actionnaires de long terme. Dans le même sens, FORSTMOSER/KÜCHLER (2019), § 10 N 151d, mentionnant que cette dénomination est inexacte. Ce ne sont donc pas forcément des actions ordinaires (*contra*, BURCKHARDT (2020), p. 369), car un système accordant des privilèges à l'issue d'une durée de détention des titres peut être aménagé dans n'importe quelle catégorie d'actions, notamment avec des actions privilégiées (voir, à ce sujet, KOGENS (2020), p. 872 ss).

<sup>16</sup>BOLTON/SAMAMA (2013), p. 88.

<sup>17</sup>*Contra* : FORSTMOSER (2015), p. 181, exige que, durant la période de loyauté, l'actionnaire doit détenir les participations en son nom et uniquement pour son propre compte. JUNG (2021), p. 122 s, considère, à juste titre, que seule la propriété formelle du titre devrait suffire, car il ne peut pas être exigé d'une société cotée en bourse de vérifier que les droits sociaux afférents aux actions détenues ont été exercés uniquement par la seule personne inscrite au registre des actionnaires. Comme le souligne le dernier auteur, les actions de loyauté n'ont pas pour objectif de récompenser littéralement les comportements « loyaux » des actionnaires, mais de créer *a priori* une base actionariale stable.

<sup>18</sup>FORSTMOSER (2015), p. 177 ; JENTSCH (2022), p. 269.

les actions cotées en bourse soient nominatives, impliquant ainsi une inscription du détenteur au registre des actionnaires (art. 686 al. 1 CO). L'exigence temporelle est donc réalisée lorsque le propriétaire d'actions est demeuré inscrit continuellement au registre des actions de la société pendant toute la période de détention fixée par ses statuts ou par la loi<sup>19</sup>.

Dès que la condition préalable est satisfaite, l'actionnaire « loyal » se voit attribuer des avantages personnels, qui, en cas d'un éventuel transfert de propriété de ses titres à un tiers, s'éteignent et, de ce fait, ne sont pas transmissibles à un nouvel acquéreur de sa participation<sup>20</sup>. Ce dernier devra lui-même détenir continuellement les actions nouvellement acquises, afin qu'à l'échéance de la période de loyauté, il soit légitimé à la jouissance et à l'exercice de droits privilégiés<sup>21</sup>, qui lui seront aussi attribués personnellement, à titre de récompense, pour la possession continue des actions.

### 3. Rétribution

Les privilèges prennent la forme de droits sociaux ou patrimoniaux supplémentaires. Généralement, en droit étranger, l'actionnaire « loyal » est pourvu d'une extension de son pouvoir de vote (e.g. un droit de vote double)<sup>22</sup>. Il peut également être récompensé d'un droit à un dividende plus élevé<sup>23</sup>. Il est aussi envisageable de lui conférer, en cas d'augmentation du capital, certains types de privilèges en matière de souscription de nouvelles actions<sup>24</sup>. À ce stade, il sied de préciser que tant l'accroissement du droit de vote ou du droit aux dividendes que l'octroi d'autres types de droits patrimoniaux privilégiés se font au bénéfice du propriétaire d'actions, sans qu'il ne soit exigé de ce dernier d'augmenter sa participation financière dans le capital social. Finalement, les actionnaires de long terme peuvent aussi se voir accorder un droit à une ou plusieurs options, dénommées « options de loyauté »<sup>25</sup>.

---

<sup>19</sup>JUNG (2021), p. 123.

<sup>20</sup>JENTSCH (2022), p. 269 ; ROE/VENEZZE (2021), p. 474. Cette particularité inhérente aux « actions de loyauté » corrobore notre assertion selon laquelle les privilèges ne sont aucunement attachés aux actions de la société.

<sup>21</sup>FORSTMOSER/KÜCHLER (2019), § 10 N 151d.

<sup>22</sup>Par ex. : art. L. 225-123 C. com. (France) ; art. 127-*quinquies* par. 1 TUF (Italie) ; art. 7:53 par. 1 CSA (Belgique).

<sup>23</sup>Par ex. : art. L. 232-14 C. com. (France) ; art. 127-*quater* par. 1 TUF (Italie) ; art. 661a al. 1 P-CO CN 2018 (Suisse).

<sup>24</sup>Cf. III.B.3.

<sup>25</sup>Cf. III.B.4.

## II. Compatibilité des « actions de loyauté » avec le droit suisse

### A. Principes du droit de la société anonyme potentiellement atteints par les « actions de loyauté »

#### 1. Principe de l'égalité de traitement

En droit de la société anonyme, le principe d'égalité de traitement constitue le bouclier fondamental des actionnaires, qui protège ces derniers contre toute atteinte injustifiée de leurs droits<sup>26</sup>. S'adressant tant à l'assemblée générale qu'au conseil d'administration, le législateur a souhaité que l'égalité de traitement entre les actionnaires soit observée par les deux organes dans l'exercice de leurs compétences. Ainsi, l'assemblée générale ne peut, par exemple, accorder, de manière injustifiée, des avantages particuliers au profit de certains actionnaires. Une telle décision pourra, en effet, faire l'objet d'une action en annulation fondée sur l'art. 706 al. 2 ch. 3 CO. Quant à l'organe exécutif de la société, son devoir de diligence et de fidélité envers la société a été, d'une certaine manière, étendu par l'obligation de « traiter de la même manière les actionnaires qui se trouvent dans la même situation » (art. 717 al. 2 CO), ce qui adjoint un cadre supplémentaire à son mandat de gestion des affaires sociales qui lui est dévolu par l'assemblée générale. De cette dernière disposition, la doctrine déduit aussi qu'en droit suisse de la société anonyme, le principe de l'égalité de traitement apparaît avant tout sous son aspect relatif, puisqu'il se limite principalement à garantir un traitement égal des seuls actionnaires, qui se trouvent dans une situation identique<sup>27</sup>. De façon exceptionnelle, il se manifeste également en tant que principe absolu, qui ne s'applique qu'en relation avec les droits de participation ou de protection<sup>28</sup>, desquels les actionnaires ne peuvent être déçus<sup>29</sup>.

Étant donné que les « actions de loyauté » n'avantagent pas leur titulaire dans l'exercice de leurs droits absolus, notre analyse se focalisera uniquement sur le caractère relatif du principe de l'égalité de traitement. Contrairement à son caractère

---

<sup>26</sup>Dans la mesure où la société a émis des bons de participation, les participants sont également sous ce bouclier, qui les protège plutôt contre les atteintes injustifiées à leurs droits patrimoniaux (VON DER CRONE (2020), § 15 N 746).

<sup>27</sup>WILHELM/VARRIN (2022), p. 19 ; CR CO II-PETER/CAVADINI (2017), CO 717 N 19 ; BSK OR II-WATTER/ROTH/PELLANDA (2016), CO 717 N 23.

<sup>28</sup>VON DER CRONE (2020), § 15 N 747 et N 750.

<sup>29</sup>CR CO II-PETER/CAVADINI (2017), CO 717 N 21.

absolu, sa relativité permet, dans certains cas, d'admettre un traitement inégal des actionnaires. Cela dit, le droit suisse tend vers une approche plutôt économique que personnelle, de sorte qu'une distinction en matière de droits d'actionnaire n'est généralement envisageable qu'au niveau des titres et non pas au niveau des titulaires de ces derniers<sup>30</sup>. Partant, l'émission d'une nouvelle catégorie de participations constituera souvent la solution adéquate et même indispensable permettant d'avantager un groupe d'actionnaires par rapport aux autres membres de l'actionariat<sup>31</sup>. Néanmoins, les dernières considérations sont à relativiser, puisqu'il est admis qu'un traitement différencié des actionnaires peut être introduit dans les statuts – dans la mesure où la loi octroie une telle faculté<sup>32</sup> – pour autant qu'il constitue le moyen objectivement nécessaire et approprié à la poursuite d'un but justifié dans l'intérêt de la société et de tous les actionnaires<sup>33</sup>.

Avant d'analyser l'admissibilité en droit suisse de l'aménagement dans les statuts des différents privilèges de loyauté<sup>34</sup>, nous allons, ici, nous concentrer sur la justification du traitement différencié des actionnaires résultant d'une institution statutaire du concept d'actions de loyauté. Ainsi, comme il a été exposé ci-dessus, mais en d'autres termes, une inégalité de traitement n'est justifiée que si elle est conforme au principe du fondement objectif et ne viole pas le principe de proportionnalité, qui comprend plusieurs facettes, à savoir celle de la nécessité, de l'adéquation et de l'interdiction de la démesure<sup>35</sup>.

#### **a. Conformité de l'atteinte au principe du fondement objectif**

Par l'exigence d'une justification objective, la doctrine et la jurisprudence requièrent qu'un traitement différencié des actionnaires doit poursuivre, d'après des considérations économiquement raisonnables, « les intérêts de la société ou de l'ensemble des actionnaires »<sup>36</sup>. La forme alternative de la formulation précitée ne doit

---

<sup>30</sup>WILHELM/VARRIN (2022), p. 19 s ; CR CO II-PETER/CAVADINI (2017), CO 717 N 20 ; BSK OR II-WATTER/ROTH/PELLANDA (2016), CO 717 N 23 ; VON DER CRONE (2020), § 15 N 747.

<sup>31</sup>CR CO II-PETER/CAVADINI (2017), CO 717 N 20 ; WILHELM/VARRIN (2022), 20.

<sup>32</sup>BSK OR II-WATTER/ROTH/PELLANDA (2016), CO 717 N 24 ; CR CO II-PETER/CAVADINI (2017), CO 717 N 20, citant, à titre d'exemple, l'art. 692 al. 2 CO, qui permet à la société d'inscrire dans ses statuts une clause de plafonnement du droit de vote.

<sup>33</sup>ATF 91 II 298, c. 2 ; ATF 93 II 393, c. 7a) ; ATF 95 II 157, c. 9a) ; ATF 102 II 265, c. 1.

<sup>34</sup>Cf. III.B.

<sup>35</sup>BSK OR II-WATTER/ROTH/PELLANDA (2016), CO 717 N 23 s ; ZK-BÜHLER (2018), CO 717 N 256 ; KOGENS, (2020), p. 873.

<sup>36</sup>TF, 4C.386/2002, c. 3.2 et réf. cit.

pas, ici, prêter à confusion. Elle est simplement une tautologie mettant en évidence que la société et l'actionnariat ont des intérêts concordants. Même s'il peut s'avérer que certains actionnaires poursuivent des intérêts divergents à ceux de la société<sup>37</sup>, le postulat de la maximisation du gain constitue un terrain sur lequel tous les actionnaires s'entendent et peuvent atteindre un certain consensus, bien qu'ils ne soient pas toujours d'accord sur les solutions pour y parvenir<sup>38</sup>. La recherche du profit est, en tout cas, leur objectif de principe, qui va orienter et définir le but social<sup>39</sup>, car la société constitue elle-même le moyen par lequel les actionnaires vont rechercher la réalisation de bénéfices. Ainsi, la poursuite de cette finalité n'est possible que si la société s'aligne sur cette dernière et tend elle-même à la maximisation de la valeur de son entreprise, qui est donc le but suprême et commun à tous les sociétaires<sup>40</sup>. En outre, selon la doctrine et la jurisprudence, l'intérêt social supérieur commande aussi que la société exerce son activité commerciale sans compromettre son propre avenir économique, en générant et en augmentant durablement la valeur de son entreprise de sorte à lui assurer une prospérité à long terme<sup>41</sup>.

En l'occurrence, l'objectif premier du concept d'actions de loyauté est d'estomper le phénomène du court-termisme managérial, en réduisant la fréquence de rotation des actionnaires par la promotion de la détention des titres à long terme. Malgré l'absence, à l'heure actuelle, d'étude empirique suisse sur les effets du court-termisme ou du long-termisme actionnarial<sup>42</sup>, les résultats des recherches étrangères démontrent que les investisseurs de long terme ont un impact positif sur les sociétés, car ils favorisent la mise en œuvre par ces dernières de stratégies de gestion focalisées sur le long terme. Les dirigeants sociaux sont, d'ailleurs, plus susceptibles d'être contrôlés, car lesdits investisseurs disposent souvent de moyens pour surveiller leur gestion. En outre, en portant un plus grand intérêt à l'activité de l'entreprise que les investisseurs de passage, les investisseurs de durée sont plus enclins à ne pas quitter la société lors de périodes économiques difficiles, ce qui peut épargner à cette dernière une

---

<sup>37</sup>Voir not. CHENAUX (2013), p. 76 ; CR CO II-CHENAUX/GACHET (2017), CO 680 N 15.

<sup>38</sup>VON DER CRONE (2020), § 15 N 733.

<sup>39</sup>*ibid.*

<sup>40</sup>VON DER CRONE (2020), § 15 N 733 ss.

<sup>41</sup>VON DER CRONE (2020), § 15 N 736 ; NERI-CASTRACANE (2019), p. 419 ; NERI-CASTRACANE (2016), p. 226 et réf cit., selon laquelle, « [à] l'heure actuelle, une décision sociale est tenue pour diligente en droit suisse si elle a été prise dans une perspective économiquement intéressante pour l'entreprise à long terme ou si elle est justifiable dans cette même perspective ».

<sup>42</sup>BURCKHARDT (2020), p. 376.

chute considérable de la valeur de ses actions. De surcroît, étant donné que l'accomplissement de la condition de détention des titres à long terme ne peut être vérifiée que si les détenteurs d'actions s'inscrivent au registre des actionnaires, cet impératif pourrait accessoirement contribuer à résorber la quantité importante d'actions « dispo » dans les sociétés cotées suisses<sup>43</sup>, ce qui est également dans l'intérêt de ces dernières. Partant, l'adoption du concept d'actions de loyauté par une société s'inscrit aisément dans ses intérêts, tels qu'ils sont admis en droit suisse.

### **b. Conformité de l'atteinte au principe de proportionnalité**

Dès lors que les « actions de loyauté » poursuivent les intérêts de la société, il convient désormais d'examiner si leur introduction dans les statuts constitue un moyen nécessaire, adéquat et conforme au principe de l'interdiction de la démesure au regard des objectifs sociaux visés.

En relation avec la condition de la proportionnalité, il est nécessaire de relever que d'autres institutions – encourageant les actionnaires à participer lors d'assemblées générales – ont été considérées et discutées, soit par les parlementaires, soit par la doctrine dans le but de trouver une solution pour améliorer le gouvernement d'entreprise au sein des sociétés cotées suisses. La présentation de ces différents régimes d'incitation dans les sous-parties suivantes n'est pas sans pertinence, car la démonstration que ces institutions alternatives ne sont pas des moyens appropriés pour améliorer le gouvernement d'entreprise justifierait encore plus l'intérêt d'instaurer dans la loi un système d'incitation à la détention des titres à long terme.

#### **(1) Suppression du droit au dividende des actions « dispo »**

Au lieu d'introduire des actions de loyauté en droit suisse, WOHLMANN et ZELLER ont suggéré de supprimer le dividende des actions « dispo », à savoir celui des actions nominatives cotées dont les titulaires n'ont pas requis de la société leur inscription au registre des actionnaires<sup>44</sup>. Fondamentalement, l'idée serait de retirer le droit au versement du dividende aux propriétaires d'actions nominatives cotées, à moins qu'ils ne demandent à la société de les faire figurer au registre des actions avec leur

---

<sup>43</sup>À ce sujet, voir le Message du Conseil fédéral concernant la révision du code des obligations du 21 décembre 2007, FF 2008 1407 ss, p. 1437. Selon le Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations du 23 novembre 2016, FF 2017 353 ss, p. 394, « [les] grandes sociétés ouvertes au public présentent un taux d'actions dispo de 20 à 40% ».

<sup>44</sup>BÖCKLI (2009), § 4 N 444.

participation<sup>45</sup>. Bien que la déchéance du droit au versement du dividende attaché aux actions « dispo » a principalement pour but de faire renaître l'essence même des actions nominatives, de faciliter l'atteinte des quorums de présence pour la prise de décisions au sein de l'assemblée générale et d'atténuer les risques de reprises de contrôle inamicales<sup>46</sup>, WOHLMANN et ZELLER estiment que cette mesure pourrait tout à fait être une voie alternative à une introduction législative des « actions de loyauté » et produire un « effet similaire » à ces dernières<sup>47</sup>. Les auteurs précités ajoutent qu'elle pourrait aussi promouvoir la démocratie actionnariale<sup>48</sup>. En outre, ils considèrent que le mécanisme consistant à subordonner le versement du dividende à l'inscription de l'actionnaire au registre des actions a notamment l'avantage d'être simple, de sorte qu'il n'implique pas toutes les difficultés techniques et administratives liées à la mise en œuvre du concept d'actions de loyauté<sup>49</sup>.

L'effet « similaire » aux actions de loyauté escompté par WOHLMANN et ZELLER paraît plutôt anecdotique, car la mesure proposée poursuit, avant tout, un autre objectif, qui est la réduction drastique d'actions « dispo » au sein de sociétés cotées. Il n'est pas très clair comment l'obligation de s'inscrire au registre des actions pourrait forger dans l'esprit des actionnaires une volonté de participer aux assemblées générales. Il est plus vraisemblable qu'ils feront l'effort de demander leur inscription, afin de pouvoir percevoir leur part du bénéfice social. Le mécanisme avancé par ces auteurs ne contient même pas de critères incitatifs à la participation au processus décisionnel de l'assemblée ou encore à la simple possession des titres à long terme. Ainsi, il est difficilement saisissable de quelle manière la suppression du droit au versement du dividende pourrait contribuer à la constitution d'un actionnariat stable et équilibré, favorisant l'adoption par la société d'une stratégie durable, qui régirait l'exploitation de son entreprise. Par conséquent, il n'y a pas de véritable raison d'inclure dans la loi une obligation stricte, incapable de promouvoir le long-termisme actionnarial, seul susceptible de favoriser une meilleure gouvernance d'entreprise au sein d'une société.

---

<sup>45</sup>WOHLMANN/ZELLER (2017), p. 233.

<sup>46</sup>FF 2008 p. 1437 ; FF 2017 p. 394 s.

<sup>47</sup>WOHLMANN/ZELLER (2017), p. 234.

<sup>48</sup>*Ibid.*

<sup>49</sup>*Ibid.*

## **(2) Majoration du dividende pour les actionnaires votants et réduction du dividende pour les actionnaires non votants**

Dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme, l'avant-projet suggérait de lier l'octroi d'un avantage en matière de droits aux dividendes à la condition que le droit de vote afférent aux actions détenues soit exercé<sup>50</sup>. À cet effet, il a été envisagé de modifier l'art. 661 CO de sorte à y inclure la faculté de déroger statutairement au principe du calcul proportionnel des parts de bénéfice, soit en prévoyant une augmentation maximale de 20% du dividende afférent aux actions dont le droit de vote a été exercé, soit une diminution maximale de 20% du dividende afférent aux actions dont le droit de vote n'a pas été exercé<sup>51</sup>. Proposée par les parlementaires, cette solution poursuivait également le but de réduire la part considérable d'actions « dispo » dans les sociétés cotées suisses et, de manière indirecte, de relever le taux de participation d'actionnaires aux assemblées générales<sup>52</sup>.

Le défaut principal de ce mécanisme d'incitation à l'activisme actionnarial est l'établissement d'un lien très étroit entre la perception de la récompense financière et l'exercice du vote, ce qui favoriserait ainsi chez les actionnaires un comportement inutile et indésirable pour la société. En effet, quoiqu'une telle clause statutaire constituerait un procédé efficient à l'afflux d'un grand nombre de participants aux assemblées générales, le fait de nouer l'étendue du dividende à l'exercice du droit de vote n'incitera pas les actionnaires à voter de façon diligente et responsable<sup>53</sup>. Il y a un risque important que la plupart d'entre eux n'assisteront à l'assemblée que pour garantir leur droit au versement d'un dividende privilégié, en apposant simplement une croix dans n'importe quelle case du bulletin de vote. De ce système d'incitation, il n'y a ainsi aucune raison de s'attendre à ce qu'il ait un impact sur les actionnaires de sorte qu'ils changeront d'attitude vis-à-vis de la société et influenceront cette dernière à adopter une stratégie orientée sur le long terme. En tout état de cause, même si la réduction du dividende de 20% est une mesure moins drastique que la privation du droit à la perception de celui-ci, cela ne va pas non plus inciter les actionnaires à s'intéresser plus sérieusement à l'avenir de la société, ni même les pousser à détenir

---

<sup>50</sup>FF 2017 p. 398.

<sup>51</sup>*Ibid.* Voir aussi l'art. 661 al. 2 AP-CO.

<sup>52</sup>FF 2008 p. 1438 ; FF 2017 p. 398.

<sup>53</sup>VOGT (2012), p. 134 s. Voir aussi JUNG (2021), p. 117.

leur participation à long terme, car, comme le mécanisme présenté précédemment<sup>54</sup>, il ne comporte pas de critère pertinent pour favoriser le long-termisme actionnarial<sup>55</sup>. Il faut donc conclure que cette solution visant prioritairement à réduire le nombre d'actions « dispo », proposée par l'avant-projet, ne peut pas constituer un moyen approprié permettant d'améliorer la gouvernance d'entreprise au sein d'une société.

### **(3) Concept d'actions de loyauté: récompense pour la détention des titres à long terme**

En premier lieu, l'engagement à long terme est, selon nous, un critère de distinction admissible du point de vue du principe de l'égalité de traitement<sup>56</sup>. Outre le fait que la finalité du concept d'actions de loyauté est la contribution au développement durable de la société, la fixation d'une durée de détention des titres pour la jouissance de droits sociaux ou patrimoniaux supplémentaires n'implique pas, en soi, pas une crasse inégalité de traitement entre les actionnaires. Il est vrai que les nouveaux actionnaires seront désavantagés par rapport aux membres « loyaux » de l'actionnariat, mais les premiers ne sont pas privés de la possibilité de satisfaire aux exigences pour prétendre aux privilèges de loyauté. Chaque actionnaire peut parvenir à réaliser la condition temporelle de possession continue des actions, pour autant qu'il s'inscrive préalablement au registre des actionnaires, formalité, qui est, d'ailleurs, aussi exigée par tous les autres mécanismes d'incitation à l'activisme proposés. De notre point de vue, l'instauration du concept d'actions de loyauté dans une société constitue simplement un changement de régime de distribution des droits sociaux ou patrimoniaux auquel tous les actionnaires sont soumis et dans lequel ils sont tous traités de façon identique.

En deuxième lieu, à la différence des autres mécanismes incitatifs discutés, le concept d'actions de loyauté se fonde, à notre avis, sur un critère propre à favoriser le long-termisme actionnarial. Cependant, de nombreux auteurs considèrent que ce concept fonctionne d'après la mauvaise variable, car il identifie les actionnaires de long terme, selon le fait passé qu'ils ont détenu leurs titres pendant une longue durée. Or, selon ces derniers, la possession antérieure d'actions durant une certaine période par un

---

<sup>54</sup>Cf. III.A.1.b.(1).

<sup>55</sup>KARAMETAXAS (2019), p. 277, qui qualifie, toutefois, ce système d'incitation d'« une forme d'[actions de loyauté] en droit suisse ». Or, comme le fait JUNG (2021), p. 117 ss, il faut plutôt désigner les privilèges financiers octroyés par ce mécanisme de « primes d'activité » ou de primes d'activisme.

<sup>56</sup>Du même avis, FORSTMOSER (2015), p. 179.

investisseur ne permettrait pas de conclure, de façon certaine, que – au terme de la durée statutaire de détention – celui-ci ne quittera pas l'actionnariat prochainement, de sorte qu'il deviendrait, de cette manière, un actionnaire de court terme. De plus, le concept d'actions de loyauté n'avantagerait pas directement les investisseurs de long terme par rapport aux autres actionnaires, car les premiers entrent probablement dans l'actionnariat déjà avec le souhait de s'engager à long terme, sauf qu'ils vont seulement bénéficier de droits sociaux ou patrimoniaux privilégiés nécessaires à une bonne contribution au gouvernement d'entreprise de la société plus tard, à savoir uniquement après l'écoulement de la période de « loyauté ». Les investisseurs avec un horizon d'investissement orienté sur le long terme devraient donc être avantagés dans leurs droits dès l'acquisition de la qualité d'actionnaire<sup>57</sup>. Dans cette perspective, les critiques suggèrent que la variable devant gouverner les actions de loyauté doit avoir pour base l'intention subjective des investisseurs à détenir dans le futur leurs actions acquises en bourse. Plus précisément, il serait sûr qu'un investisseur est de long terme lorsqu'il entend demeurer dans la société pendant une longue durée après l'élection des membres du conseil d'administration par l'assemblée générale<sup>58</sup>.

Toutefois, un mécanisme faisant dépendre l'attribution de droits privilégiés de l'intention subjective des actionnaires à détenir les actions ne pourrait pas justifier l'atteinte engendrée à l'inégalité de traitement entre les actionnaires. En effet, une évaluation *ex ante* ne peut, tout d'abord, pas être fiable, car l'octroi de droits privilégiés ne se fonderait que sur une déclaration de l'investisseur, selon laquelle il s'engage à détenir sa participation à long terme au vu des membres élus à l'organe exécutif de la société<sup>59</sup>. L'expression de cette intention ne garantit pas qu'à l'avènement de nouvelles circonstances, ce dernier ne retournera pas sa veste, en devenant un investisseur de court terme. De plus, le traitement différencié selon un critère subjectif engendre ainsi le risque qu'un nouvel acquéreur des actions nominatives bénéficie de droits supplémentaires pour aucune raison valable. Il pourrait simplement déclarer qu'il envisage de rester longtemps au sein de l'actionnariat et exploiter finalement les droits privilégiés obtenus pour mettre en œuvre une stratégie court-termiste, ce que le

---

<sup>57</sup>ROE/VENEZZE (2021), p. 485.

<sup>58</sup>ROE/VENEZZE (2021), p. 484 s. Voir MIO/ZARO/FASAN (2020), p. 1789, pour les références à d'autres auteurs qui soutiennent cette critique.

<sup>59</sup>L'aménagement d'une éventuelle obligation de s'engager à long terme dans la société serait contraire à l'art. 680 al. 1 CO. Cf. aussi III.A.2.(3).

concept d'actions de loyauté tend initialement à empêcher par l'exigence de détenir les titres à long terme. Par le biais de privilèges discernables en cas de réalisation de la condition temporelle, ce concept incite justement les actionnaires à contribuer au moins, d'une certaine manière, à la stabilité du cours boursier de l'action et adopter, de manière générale, un comportement favorable au développement durable de la société, alors qu'un mécanisme focalisé sur l'intention du détenteur des actions perdrait, en très grande partie, son caractère incitatif au long-termisme actionnarial. Bien que les opposants au concept d'actions de loyauté préféreraient un mécanisme plus proche des intentions des investisseurs, il est, toutefois, pratiquement impossible de connaître les véritables intentions de ces derniers. Ainsi, selon QUIMBY, la possession antérieure des titres à long terme s'avère être le seul critère adéquat pour prédire la future détention des participations<sup>60</sup>.

En troisième lieu, certains auteurs estiment que le poids administratif et les coûts qu'impliquent le suivi des actions dans un registre et l'examen des preuves concernant la durée de détention des titres peuvent être si importants qu'ils seraient même insupportables pour les sociétés à large actionnariat<sup>61</sup>. Des considérations similaires ont aussi été invoquées en relation avec les autres mécanismes incitatifs examinés. Il sied de relever que l'attribution de droits privilégiés en fonction de la durée de détention est une tâche qui peut s'avérer plus complexe que l'octroi du droit au versement du dividende à l'inscription au registre des actions ou la majoration du dividende à l'exercice du droit de vote. Cependant, il convient de retenir que ces critiques peuvent, en partie, être relativisées, car quelques grandes sociétés françaises cotées en bourse ont pu mettre en place un système efficace permettant de faire bénéficier aux détenteurs d'actions nominatives une majoration de leur dividende<sup>62</sup>.

En dernier lieu, étant donné que la transférabilité des titres revêt une importance considérable sur les marchés de capitaux, une partie de la doctrine est très sceptique à l'égard de mécanismes d'incitation à la rétention de participations. Elle considère

---

<sup>60</sup>QUIMBY (2013), p. 402.

<sup>61</sup>WOHLMANN/ZELLER (2017), p. 233. JUNG (2021), p. 122, soutenant seulement que la vérification de la réalisation de la condition temporelle de détention des titres est un travail fastidieux pour la société.

<sup>62</sup>L'Oréal SA, Air Liquide SA et Engie SA payent, actuellement, un dividende majoré aux actionnaires qui ont détenu leurs actions (nominatives) pendant 2 ans. D'après le Document d'enregistrement universel 2021 de la société Air Liquide SA, plus d'un quart de la totalité des actions de ladite société ont été légitimées au versement d'un dividende majoré ([Document d'Enregistrement Universel 2021 \(airliquide.com\)](https://www.airliquide.com), p. 405 (consulté le 9 décembre 2022)).

qu'un encouragement à la détention d'actions à long terme compromettra, de façon significative, leur négociabilité et, conséquemment, leur valeur boursière<sup>63</sup>. À ce sujet, il sied de préciser préalablement que la diminution du nombre de transactions est intrinsèque à la finalité poursuivie par le concept d'actions de loyauté. Le postulat à partir duquel ce concept part est que le marché des actions est excessivement dominé par des transactions spéculatives à court terme<sup>64</sup>, ce qui est nuisible aux sociétés cotées. C'est pourquoi, il est, dès le départ, recherché de tempérer la volatilité du cours boursier des actions, en incitant – par l'octroi de droits sociaux ou patrimoniaux supplémentaires – les investisseurs à détenir plus longtemps leur participation. La liquidité serait, toutefois, compromise si les actions de loyauté imposaient à l'actionnaire une obligation de les détenir pendant une certaine durée ou comportait une incitation telle qu'elle pousserait la grande majorité de l'actionariat à demeurer éternellement dans la société. Or, les modèles d'actions de loyauté rencontrés dans les ordres juridiques étrangers ne sont pas assimilables aux hypothèses émises. Généralement, les droits privilégiés, qui sont octroyés aux actionnaires de long terme, sont limités à une valeur maximale et ne sont pas, à nouveau, étendus après leur attribution aux actionnaires « loyaux »<sup>65</sup>. En outre, une étude économique – portant sur l'évolution du cours des actions de deux sociétés françaises, à savoir Air Liquide SA et Lafarge SA, qui ont introduit des actions de loyauté offrant des dividendes majorés – a conclu que le paiement d'un dividende de loyauté ne semble pas affecter négativement la liquidité des actions. Relativement à cette conclusion, les auteurs supposent néanmoins que cela est principalement dû au régime légal français, qui atténue le risque d'illiquidité en restreignant le versement d'un dividende majoré aux seuls 0,5% des titres du capital-actions<sup>66</sup>. Si cette limitation ne s'appliquait pas et que

---

<sup>63</sup>VON DER CRONE, « Loyaltätsaktien » - oder: heisst kurzfristig kurzsichtig? ([Aktienrecht+ \(aktienrechtplus.ch\)](https://www.aktienrechtplus.ch), visionnée le 31 octobre 2022) ; VON DER CRONE/MOHASSEB (2019), p. 793 ; WOHLMANN/ZELLER (2017), p. 232 ; JUNG (2021), p. 124.

<sup>64</sup>BOLTON/SAMAMA (2013), p. 92 s, affirmant que, dans la mesure où il est considéré que le marché des actions est démesurément court-termiste, une réduction du nombre de transactions sur celui-ci n'est pas mauvais en soi.

<sup>65</sup>Typiquement, un droit de vote supplémentaire pour chaque action est octroyé à l'échéance de la période de loyauté et aucune augmentation ultérieure du pouvoir de vote ne s'ensuit. Il en est de même pour la majoration du dividende, qui demeure toujours identique, peu importe que plusieurs années soient écoulées depuis la date de l'attribution du privilège patrimonial.

<sup>66</sup>Cf. l'art. L. 232-14 al. 1 C. com. (France) : « [...], le nombre de titres éligibles à cette majoration de dividendes ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0,5 % du capital de la société ». À titre d'exemple, si un actionnaire détient 20% du capital-actions, seul un quarantième de sa participation bénéficiera de l'augmentation du dividende (ex. inspiré de BURCKHARDT (2020), p. 381 n. 78).

des actionnaires ayant de larges participations étaient légitimés à recevoir un dividende majoré, cela aurait effectivement accru le risque d'une diminution significative de la liquidité des actions<sup>67</sup>. Par conséquent, afin d'éloigner le risque d'illiquidité, il doit être laissé aux sociétés cotées suisses au moins le choix d'aménager dans leurs statuts des clauses de restriction quantitative du privilège financier, ce qui a, d'ailleurs, été suggéré par le législateur suisse<sup>68</sup>.

À titre de conclusion, nous considérons que, par rapport aux autres propositions examinées précédemment, le concept d'actions de loyauté est un instrument qui – dans la mesure où il est convenablement aménagé – porte le moins atteinte à l'égalité de traitement des actionnaires, car il poursuit l'intérêt de la société à l'exploitation durable de son entreprise à l'aide d'un moyen approprié, à savoir une incitation à détenir les titres à long terme par le biais de l'octroi de droits sociaux ou patrimoniaux supplémentaires à l'échéance d'une durée fixée dans les statuts. Quant aux autres mécanismes proposés par la doctrine ou par les parlementaires, ils ne peuvent constituer des instruments alternatifs aux « actions de loyauté », puisqu'en étant initialement conçus pour une tout autre finalité, ils ne sont pas aptes à motiver les actionnaires à s'engager dans la société à long terme. En relation avec l'objectif d'améliorer le gouvernement d'entreprise, ils ont plutôt tendance à créer une différenciation injustifiée des actionnaires. Par conséquent, il convient de les rejeter définitivement.

## **2. Principe de l'interdiction de soumettre l'actionnaire à une obligation supplémentaire (art. 680 al. 1 CO)**

Étant l'expression de la nature capitalistique de la société anonyme<sup>69</sup>, le principe de droit impératif, présent à l'art. 680 al. 1 CO, prohibe la subordination de l'actionnaire à une obligation additionnelle ou accessoire à son seul devoir de libérer l'apport équivalant au prix d'émission de la participation souscrite au capital-actions<sup>70</sup>. En d'autres termes, il ne peut être exigé de l'actionnaire d'exécuter une prestation pécuniaire supplémentaire, mais également « tout autre prestation tendant à une

---

<sup>67</sup>BURCKHARDT (2020), p. 385 ; BOOTSMA (2011), p. 409.

<sup>68</sup>BURCKHARDT (2020), p. 385. Voir, notamment, pour le droit à un dividende majoré, l'art. 661a al. 3 P-CO CN 2018, mais aussi l'art. 652b<sup>bis</sup> al. 3 P-CO CN 2018, pour le droit de priorité de souscription d'actions.

<sup>69</sup>CR CO II-CHENAUX/GACHET (2017), CO 680 N 8 ; BLOCH (2021), p. 229 ; JUNG (2021), p. 119.

<sup>70</sup>BLOCH (2021), p. 228 et réf. cit. ; CR CO II-CHENAUX/GACHET (2017), CO 680 N 6 et 8 ; BSK OR II-VOGT (2016), CO 680 N 6.

action ou une abstention, périodique ou unique, qui consiste dans une obligation distincte de la libération des actions »<sup>71</sup>. Ainsi, il est notamment interdit de soumettre les actionnaires à un devoir de fidélité envers la société ou les autres actionnaires ou encore de mettre à leur charge des obligations de non-concurrence<sup>72</sup>.

### **(1) Suppression du droit au dividende des actions « dispo »**

Afin de favoriser la participation active aux assemblées générales et, conséquemment, la poursuite de stratégies durables par la société, WOHLMANN et ZELLER ont suggéré de supprimer, par une modification législative, le droit à la perception du dividende aux titulaires d'actions nominatives cotées, qui ne sont pas encore inscrits au registre des actionnaires<sup>73</sup>. Cependant, cette mesure entre en collision frontale avec le principe de l'art. 680 al. 1 CO. En effet, l'aménagement d'une telle sanction économique dans la loi engendrerait une obligation supplémentaire à la charge du nouveau propriétaire des actions, car, pour jouir pleinement de son droit au dividende et recevoir une part du bénéfice social qui lui revient en raison de sa participation dans le capital-actions, ce dernier serait astreint à demander à la société qu'elle le fasse figurer au registre des actions.

Les partisans de cette proposition sont conscients qu'un tel remède au court-termisme actionnarial et managérial est contraire à l'art. 680 al. 1 CO. À titre de défense, WOHLMANN et ZELLER invoquent que le législateur avait déjà, par le passé, introduit l'art. 697i CO, qui soumettaient les acquéreurs d'actions au porteur non cotées en bourse à une obligation d'annonce, dont le non-respect était sanctionné par la déchéance des droits sociaux et patrimoniaux liés aux titres nouvellement acquis<sup>74</sup>. Cependant, quoiqu'il soit possible pour le législateur de lier les actionnaires à une obligation autre que la libération des titres, il faut qu'une telle exception légale à un principe de droit impératif soit utile à l'accomplissement de l'objectif pour lequel elle a été instituée. Ainsi, en étant l'une des mesures de transparence, qui avaient pour but de mettre en œuvre les recommandations du GAFI en matière de lutte contre le

---

<sup>71</sup>CR CO II-CHENAU/GACHET (2017), CO 680 N 10.

<sup>72</sup>BSK OR II-VOGT (2016), CO 680 N 7 ; CR CO II-CHENAU/GACHET (2017), CO 680 N 12 ss ; JUNG (2021), p. 119.

<sup>73</sup>WOHLMANN/ZELLER (2017), p. 234.

<sup>74</sup>*Ibid.*

blanchiment d'argent<sup>75</sup>, cette obligation de droit public était un moyen efficace pour inciter les ayants droit économiques des actions au porteur à se divulguer, en s'annonçant auprès de la société. En ce qui concerne l'institution d'une obligation d'inscription pour les acquéreurs d'actions nominatives cotées, qui est sanctionnée, en cas de non-respect, d'un retrait du droit à la perception du dividende, cette mesure pourra certainement pousser un grand nombre d'actionnaires à demander l'inscription au registre des actions, ce qui réduira, en conséquence, le nombre d'actions « dispo ». En revanche, comme il a été précédemment retenu<sup>76</sup>, elle ne contient aucun élément déterminant permettant de conclure qu'elle aurait également la faculté vraisemblable non seulement d'intéresser les actionnaires au sort futur de la société, mais également d'attirer les investisseurs de long terme, dont la présence au sein de l'actionnariat pourrait renverser la conduite court-termiste des dirigeants sociaux.

## **(2) Majoration du dividende pour les actionnaires votants et réduction du dividende pour les actionnaires non votants**

S'agissant du mécanisme récompensant l'activisme des actionnaires et pénalisant leur passivité, nonobstant le fait que, selon l'avant-projet, l'institution de ce régime d'incitation devait être librement décidée par l'assemblée générale et non pas être imposée par la loi, il enfreint également l'interdiction impérative de l'art. 680 al. 1 CO. En effet, si une décision d'aménager un tel régime dans les statuts était prise, la pénalité patrimoniale contraindrait indirectement les titulaires d'actions nominatives à exercer leur droit de vote à chaque assemblée générale, sans compter, d'ailleurs, le fait que lesdits titulaires devraient aussi requérir leur inscription au registre des actionnaires pour être légitimé à l'exercice du droit de vote des actions nouvellement acquises. À cela s'ajoutent également les considérations invoquées antérieurement<sup>77</sup>, selon lesquelles le système d'incitation proposé par les parlementaires ne serait apte ni à faire éprouver chez les actionnaires l'intérêt à rester dans la société, ni à pousser d'autres investisseurs à s'engager à long terme dans celle-ci. Par conséquent, il n'y a pas de raison véritable d'introduire dans la loi, à titre exceptionnel, la possibilité d'introduire statutairement un système d'incitation à l'exercice du droit de vote.

---

<sup>75</sup>Voir, à ce sujet, le Message du Conseil fédéral concernant la mise en œuvre des recommandations du Groupe d'action financière (GAFI), révisées en 2012, du 13 décembre 2013, FF 2014 585 ss.

<sup>76</sup>Cf. III.A.1.b.(1).

<sup>77</sup>Cf. III.A.1.b.(2).

### **(3) Concept d'actions de loyauté: récompense pour la détention des titres à long terme**

Pour participer au système d'incitation découlant du concept d'actions de loyauté et être légitimé à la jouissance de droits privilégiés, l'investisseur doit, en tout cas, requérir son inscription au registre des actionnaires, afin qu'il soit possible, pour la société, de vérifier la réalisation de la condition temporelle de détention des titres.

En ce qui concerne le droit de vote de loyauté, étant donné que l'inscription au registre des actionnaires des acquéreurs d'actions nominatives cotées est indispensable afin qu'ils puissent exercer le droit de vote afférent à leur participation<sup>78</sup>, la question de l'apparition éventuelle d'une nouvelle obligation contraire au principe de l'art. 680 al. 1 CO ne se pose pas.

En matière de dividendes de loyauté, si le nouveau propriétaire des titres ne demande pas son inscription, il ne sera généralement pas aussi pénalisé que dans le cadre des autres mécanismes incitatifs précédemment discutés. Contrairement à ces derniers, l'investisseur non-inscrit au registre percevra toujours un dividende dans son intégralité. Cependant, au fur et à mesure de l'octroi de dividendes majorés aux actionnaires devenus « loyaux », la part du bénéfice social destinée aux actionnaires qui n'ont pas encore détenu suffisamment longtemps leurs titres et aux investisseurs qui ne sont toujours pas inscrits au registre des actions se réduira. Bien que la non-inscription audit registre entraîne un certain inconvénient financier, une sanction légale ou statutaire à l'encontre des actionnaires de passage n'a, en tout cas, pas été envisagée<sup>79</sup>. De plus, l'intensité du désavantage patrimonial peut être amoindrie par une limitation du nombre total de titres éligibles à l'augmentation du dividende. De la même manière que le droit français<sup>80</sup>, il peut être exigé des sociétés cotées de n'accorder la majoration du dividende qu'à une certaine quantité d'actions comprises dans la participation de l'actionnaire de long terme. Le projet du Conseil national envisageait également une restriction similaire, en laissant la possibilité de prévoir statutairement que le droit à un dividende majoré ne sera attribué qu'aux seuls

---

<sup>78</sup>Art. 689a al. 1 *cum* art. 686 al. 1 et 4 CO.

<sup>79</sup>*Contra*: FORSTMOSER (2015), p. 181, qui, dans sa proposition pour un 3<sup>ème</sup> alinéa de l'art. 661 AP-CO, en s'inspirant du régime d'incitation à l'exercice du droit de vote, pénalise l'actionnaire de court terme par une diminution maximale de 20% du montant de son dividende. Tout en ne correspondant pas au concept originel d'actions de loyauté, cette proposition introduit une peine économique à l'encontre des actionnaires, ce qui est, selon nous, contraire à l'art. 680 al. 1 CO.

<sup>80</sup>Voir *supra* n. 66.

actionnaires, dont la participation ne dépasse pas un certain pourcentage du capital-actions<sup>81</sup>. Ainsi, le désavantage financier en matière de dividendes pour les titulaires d'actions non-inscrits ne prendra pas une proportion considérable en raison de l'apparition dans la société d'un grand nombre d'actionnaires « loyaux ».

Les auteurs mentionnent encore leurs préoccupations quant à la possible violation par le concept d'actions de loyauté du principe de la libre transmissibilité des actions<sup>82</sup>. Cette problématique rejoint, partiellement, la critique d'une partie de la doctrine, que nous avons examinée<sup>83</sup>, relative à l'illiquidité des actions en bourse qu'un système d'incitation à la détention des titres à long terme pourrait entraîner. En relation avec l'art. 680 al. 1 CO, il est plutôt question de s'assurer que l'effet incitatif d'une mesure ne soit pas d'une force telle qu'elle constituerait finalement une obligation à la charge des actionnaires<sup>84</sup>. Comme il a été mentionné plus haut, le système d'incitation à la détention de titres à long terme ne renferme pas de pénalité économique à l'égard des actionnaires en cas de non-soumission au comportement incité par la société. De plus, les privilèges de loyauté sont quantitativement limités et peuvent, au surplus, être restreints par des clauses, qui fixent la part maximale du capital-actions éligible à l'attribution du droit privilégié<sup>85</sup>. Par conséquent, de tous les autres mécanismes incitatifs examinés, le concept d'actions de loyauté est la mesure la plus conforme avec le principe de l'interdiction de subordonner l'actionnaire à une obligation supplémentaire.

## **B. Transposabilité des « actions de loyauté » en droit suisse**

### **1. Droit de vote de loyauté**

Dans le premier chapitre, nous avons relevé que certains ordres juridiques étrangers prévoient la possibilité de gratifier les actionnaires « loyaux » d'un droit de vote supplémentaire (e.g. un droit de vote double). Quant à la Suisse, il se trouve que le Conseil national n'a pas suggéré une telle option, alors que le concept d'actions de loyauté est justement renommé pour sa faculté originale d'octroyer aux actionnaires

---

<sup>81</sup>Voir *supra* n. 66. À noter que l'art. 661a al. 3 P-CO CN 2018 ne fixe pas un seuil minimum, ce qui laisse une assez large marge de manœuvre aux sociétés pour établir une valeur à laquelle elle voudrait limiter le nombre d'actions éligibles à la majoration du dividende.

<sup>82</sup>FORSTMOSER (2015), p. 180 ; JUNG (2021), p. 119.

<sup>83</sup>Cf. III.A.1.b.(3).

<sup>84</sup>JUNG (2021), p. 119 s.

<sup>85</sup>JUNG (2021), p. 120, citant toutes les restrictions existantes aux privilèges de loyauté.

légitimés un droit de vote multiple. Ainsi, cette section s'intéressera aux possibilités qu'offre le droit suisse pour aménager statutairement un avantage en matière de droit de vote qui serait destiné aux seuls actionnaires ayant possédé continuellement leur participation pendant la durée requise par les statuts.

#### **a. Admissibilité en droit suisse**

L'art. 692 al. 1 CO renferme le principe que le pouvoir de vote d'un actionnaire correspond proportionnellement, en termes de valeur nominale, à sa participation au capital-actions de la société. Cette disposition admet toutefois quelques exceptions, mais celles-ci sont exhaustivement prévues par la loi. Les instruments et mécanismes statutaires pouvant déroger au principe de l'art. 692 al. 1 CO sont notamment les clauses de plafonnement (art. 692 al. 2 CO), les actions à droit de vote privilégié (art. 693 CO) et les bons de participation (art. 656a ss CO)<sup>86</sup>. Étant donné qu'aucune autre exception ne peut être créée statutairement, cela exclut la possibilité d'instaurer des actions à droit de vote plural, qui pourvoient les titulaires d'un pouvoir de vote accru, sans que la valeur nominale desdites actions ne diffère de celle de tous les autres titres émis par la société<sup>87</sup>.

Quant au concept d'actions de loyauté, il s'apparente, au niveau de ses effets, à des actions à droit de vote multiple<sup>88</sup>, car – dans l'hypothèse où la totalité des parts composant le capital-actions d'une société sont de valeur nominale identique – il est un mécanisme particulier accordant aux actionnaires « loyaux » une extension de leur pouvoir de vote, ce qui a pour conséquence que leurs titres « octroient » plus de droits de vote que ceux en possession des autres actionnaires, qui n'ont pas encore détenu suffisamment longtemps leur participation dans le capital-actions.

En droit de la société anonyme, il n'est donc juridiquement pas possible d'instituer dans les statuts un système d'incitation au long-termisme actionnarial conférant aux titulaires d'actions ordinaires des droits de vote additionnels, à moins que le législateur suisse n'introduise dans la loi une nouvelle exception à l'art. 692 al. 1 CO allant dans ce sens, ce qui, à ce jour, n'a pas encore été fait.

---

<sup>86</sup>DAENIKER (2015), p. 161 ; CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT (2017), CO 692 N 35 et 37.

<sup>87</sup>CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT (2017), CO 692 N 38.

<sup>88</sup>Cf. DAENIKER (2015), p. 161.

**b. Solution(s) alternative(s)**

Compte tenu de l'impossibilité juridique d'instaurer dans une société suisse la version originale du concept d'actions de loyauté, il convient, dès à présent, d'examiner si le droit suisse renferme des outils juridiques permettant d'instituer un mécanisme similaire à celui qui régit ce concept, soit un régime statutaire favorisant les actionnaires de long terme sur le plan du droit de vote.

**(1) Actions à droit de vote privilégié (art. 693 CO)**

S'il est question d'amplifier le pouvoir d'influence de certains actionnaires au sein de l'assemblée générale, l'institution d'actions à droit de vote privilégié est le premier moyen auquel on peut songer.

L'art. 693 al. 1 CO permet à une société de prévoir dans ses statuts, par une décision de l'assemblée générale prise à la majorité qualifiée (art. 704 al. 1 ch. 2 CO), que « le droit de vote sera exercé proportionnellement au nombre d'actions sans égard à leur valeur nominale de telle sorte que chaque action donne droit à une voix ». Afin d'instituer un tel mécanisme de privilège de vote, il est nécessaire que la société crée une nouvelle catégorie d'actions distincte, en émettant de nouvelles actions nominatives, dont la valeur nominale ne peut être plus de dix fois inférieure à celle des autres actions. Tant les premières que les secondes doivent chacune accorder une voix. En l'absence de la règle « une action, une voix », la valeur nominale réduite des actions nouvellement émises ne produira pas l'effet escompté d'accroissement du pouvoir de vote des actionnaires privilégiés. Leur privilège consiste, en effet, à pouvoir déboursier moins pour des nouvelles actions de faible valeur nominale, sans pour autant perdre en droits de vote par rapport aux autres membres de l'actionnariat, car chaque part du capital-actions qu'elle soit privilégiée ou non donne droit à une voix. Finalement, les actions à droit de vote privilégié doivent être intégralement libérées par leurs souscripteurs.

En ayant exposé les différentes conditions de l'art. 693 CO, il convient désormais de s'intéresser à la manière dont un système d'incitation comparable au concept d'actions de loyauté pourrait être recrée à l'aide d'actions à droit de vote privilégié. À cet effet, la gratification d'un actionnaire de long terme pourrait être envisagée par la division de sa participation – qui aurait été détenue, de manière ininterrompue, pendant la durée requise par les statuts de la société – en un certain nombre d'actions à droit de vote

privilegié, qui, à titre d'exemple, confèreraient au même actionnaire, selon le mécanisme de l'art. 693 CO, le double du droit de vote de sa précédente participation. S'agissant de la perte du droit privilégié en cas de vente de la participation à un tiers, celle-ci se matérialiserait par une réunion des actions à droit de vote privilégié en une ou plusieurs actions ordinaires, qui pourront, ensuite, être cédées au nouvel acquéreur de la participation. Ce dernier devra détenir la participation – composée d'une ou plusieurs actions ordinaires – pendant la durée statutairement exigée, de sorte qu'elle se morcèle à nouveau en actions à droit de vote privilégié.

De manière générale, la doctrine souligne qu'il est déjà difficilement concevable de prévoir dans les statuts qu'à l'expiration d'un simple délai, certaines actions ordinaires se diviseront par eux-mêmes en actions à droit de vote privilégié ou, inversement, que certaines actions à droit de vote privilégié se réuniront par eux-mêmes en actions ordinaires. Ces considérations sont motivées par le fait que les dispositions statutaires, notamment celles qui sont considérées par la loi comme indispensables (art. 626 ch. 3 et 4 CO), ne peuvent pas « s'auto-modifier »<sup>89</sup>. En effet, chaque introduction ou suppression d'actions à droit de privilégié nécessite la convocation de l'assemblée générale, afin que celle-ci prenne les décisions y relatives et procède aux modifications nécessaires des statuts<sup>90</sup>. Or, bien que le respect de ces exigences légales serait peut-être surmontable pour certaines sociétés, il n'en est, en tout cas, pas pour les sociétés cotées en bourse. Les transformations d'actions d'une catégorie à une autre constituent une véritable entrave aux échanges opérés sur le marché boursier<sup>91</sup>, surtout lorsque, selon l'hypothèse ci-dessus, la vente d'une participation constituée d'actions à droit de vote privilégié nécessiterait une réunion de toutes ces actions en une ou plusieurs actions ordinaires et, incidemment, la modification des statuts, afin que celle-ci puisse être acquise par un tiers. En conséquence, la mise en œuvre de conversions entre les différentes catégories d'actions en vue de la rétribution des investisseurs « loyaux » ne s'inscrit pas dans la réalité des marchés de capitaux, dont

---

<sup>89</sup>CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LCHAT (2017), CO 693 N 48, selon lesquels, seule une limitation temporelle de la clause imposant la règle que chaque action de la société octroie une voix à son titulaire est possible.

<sup>90</sup>Bien que la décision pour procéder à un split d'actions est soumise à la majorité absolue de l'art. 703 CO, cette opération implique l'introduction d'actions à droit de vote privilégiée, qui est soumise à la majorité qualifiée (art. 704 al. 1 ch. 8 CO). Quant à la suppression d'actions privilégiées, celle-ci s'effectue, dans notre cas, au moyen d'une réunion d'actions, qui doit être décidée par l'assemblée générale d'une société à la majorité qualifiée (art. 704 al. 1 ch. 2 CO).

<sup>91</sup>DAENIKER (2015), p. 161.

les échanges entre les participants ne doivent pas dépendre de l'exécution des inscriptions statutaires.

## **(2) Clauses de pourcentage (art. 685d al. 1 CO)**

En général, la société introduit dans ses statuts une clause de pourcentage, afin de pouvoir ménager une certaine dispersion au sein de l'actionnariat de sorte qu'il n'y ait pas un actionnaire ou un groupe d'actionnaires, qui monopolise le contrôle de la société<sup>92</sup>. Cette clause statutaire institue, à cet effet, une limite en pour-cent, qui a, souvent, pour grandeur de référence l'ensemble des actions nominatives cotées liées émises par la société<sup>93</sup>. Si la valeur limite, fixée par les statuts, est dépassée en raison de l'acquisition en bourse d'une participation trop élevée par l'investisseur, ce dernier ne sera pas reconnu en tant qu'actionnaire avec droit de vote pour la part d'actions nominatives excédant la limite statutaire<sup>94</sup>. Cela aura pour conséquence qu'il ne pourra exercer ni le droit de vote afférent à cette part, ni les droits liés audit droit de vote<sup>95</sup>. L'investisseur ne bénéficiera que des droits patrimoniaux découlant de la totalité de la participation nouvellement acquise<sup>96</sup>.

Bien que les clauses de pourcentage n'ont pas vocation à accroître le pouvoir de vote des actionnaires, DAENIKER propose la conception d'un mécanisme de rétribution des actionnaires de long terme par l'inscription dans les statuts d'au moins deux clauses « pour-cent »<sup>97</sup>, dont l'une fixerait le premier seuil au-delà duquel tout nouvel acquéreur d'actions nominatives cotées ne pourrait exercer son droit de vote et l'autre stipulerait qu'au terme d'une certaine période de détention (p.ex. deux ans) – ayant débuté au moment de l'inscription dudit acquéreur au registre des actions – le nouveau propriétaire serait reconnu en tant qu'actionnaire à un pourcentage plus élevé (p.ex. 15%) que celui fixé dans la première clause (p.ex. 5%), lui permettant ainsi de jouir d'un pouvoir de vote plus important. Relativement à ce système à double clauses de pourcentage, il est nécessaire de relever qu'au vu des seuils proposés, ce mécanisme

---

<sup>92</sup>CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 685d N 4 ; TF, 2A.394/2000, c. 3f).

<sup>93</sup>BIERI (2011), N 265 et 274.

<sup>94</sup>Cf. art. 685f al. 3 CO. Pour la participation excédentaire, ledit investisseur ne pourra prétendre à l'inscription au registre des actions qu'en tant qu'actionnaire sans droit de vote (BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE (2016), CO 685d N 4 ; DAENIKER (2015), p. 166 ; BIERI (2011), N 265).

<sup>95</sup>Cf. art. 685f al. 1 et 2 CO ; CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 685f N 25 ss.

<sup>96</sup>ZK-CRAMER (2021), CO 685d N 7 ; CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 685f N 30.

<sup>97</sup>Voir, pour un exemple de la clause statutaire décrite, DAENIKER (2015), p. 165.

ne pourra atteindre directement que les gros actionnaires<sup>98</sup>. Néanmoins, cela ne constituerait pas un inconvénient notable, car les petits actionnaires ont tendance à prendre leurs décisions en tenant compte du comportement des actionnaires importants de la société. Partant, la création d'un système incitatif, qui n'est en soi applicable qu'aux grands investisseurs, pourrait aussi avoir pour effet d'influencer indirectement le comportement du reste de l'actionnariat de la société<sup>99</sup>.

Toutefois, l'aménagement statutaire d'un tel système de clauses « pour cent » touche à la problématique épineuse de la justification de l'inégalité de traitement que ce mécanisme introduit en raison de la distinction faite entre les actionnaires par la soumission de ces derniers à des pourcentages différents, qui tiennent compte de leur ancienneté au sein de l'actionnariat. Tant la doctrine majoritaire que la jurisprudence admettent la possibilité pour la société de prévoir des valeurs limites distinctes pour différents types d'actionnaires<sup>100</sup>. Cependant, du point de vue de l'égalité de traitement, une telle différenciation au niveau des clauses de pourcentage n'est admissible que si elle s'appuie sur des critères appropriés et objectifs<sup>101</sup>.

De manière générale, la doctrine se montre, en réalité, très réservée quant à l'introduction d'une inégalité de traitement à tel point qu'il est même difficile de savoir quelle exception à ce principe serait admissible. Selon la doctrine majoritaire, il n'est, en tout cas, pas avvenu qu'un pourcentage distinct soit applicable aux actionnaires étrangers ou encore aux investisseurs concurrents de la société<sup>102</sup>. Ce sont, d'ailleurs, les seules hypothèses mentionnées par la doctrine, mise à part celle relative à une clause de pourcentage traitant différemment les personnes physiques et les personnes

---

<sup>98</sup>JENTSCH (2022), p. 273.

<sup>99</sup>À titre d'exemple, la liquidation d'une participation importante par un grand actionnaire a tendance à pousser d'autres membres de l'actionnariat à reconsidérer le maintien de leur place au sein du sociétariat. Par contre, si, en période de crise, un ou plusieurs actionnaires importants demeurent dans la société, les autres actionnaires seront plus susceptibles de garder leur participation.

<sup>100</sup>JENTSCH (2022), p. 273, faisant notamment référence à l'arrêt ATF 117 II 290, c. 6 b)bb) ; CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 685d N 16.

<sup>101</sup>BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE (2016), CO 685d N 6 ; CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 685d N 16 ; BÖCKLI (2009), § 6 N 56a. *Contra*: ZK-CRAMER (2021), CO 685d N 14, estime qu'étant donné que la loi ne mentionne que l'aspect numérique des limitations statutaires, il est prohibé de compléter les clauses de pourcentage par des critères matériels, qui permettraient de privilégier certains actionnaires désirables au détriment des autres investisseurs. Ainsi, selon cet auteur, si une clause de pourcentage au sens de l'art. 685d CO est introduite dans les statuts, celle-ci doit obligatoirement s'appliquer de la même manière à chaque actionnaire de la société.

<sup>102</sup>BÖCKLI (2009), § 6 N 56a ; BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE (2016), CO 685d N 6 ; CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 685d N 16.

morales, qui est, selon certains auteurs, aisément contournable<sup>103</sup> et, de ce fait, constitue un mécanisme inapproprié à la mise en œuvre de cette distinction<sup>104</sup>.

S'agissant de l'opportunité d'utiliser les clauses de pourcentage de l'art. 685d al. 1 CO de manière à instituer un mécanisme favorisant les actionnaires de long terme comme illustré plus haut, il nous semble qu'il n'introduit pas une inégalité de traitement aussi intrusive que celle engendrée par les clauses limitant l'influence d'investisseurs étrangers ou d'entreprises rivales au sein de l'actionnariat. Il est plutôt question d'instituer un système d'incitation auquel tous les actionnaires seraient soumis, afin d'établir un actionnariat aussi stable que possible, ce qui est dans l'intérêt de la société. Chaque actionnaire aurait donc la possibilité de devenir un actionnaire de long terme sans que son pouvoir de vote ne soit limité par la société en raison d'une qualité qui lui est inhérente. Cependant, compte tenu du fait que l'on se trouve sur le terrain délicat du principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires, comme le suggère DAENIKER, l'éventualité d'aménager dans les statuts un système de seuils différenciés – qui distinguent les détenteurs de titres en fonction de leur horizon temporel d'investissement – doit être examinée dans chaque cas séparément. Éventuellement, si l'assemblée générale décide d'introduire un tel mécanisme, il faut que ce dernier soit adapté aux particularités de la société, afin qu'il déploie les effets souhaités<sup>105</sup>. Ainsi, dans le processus conduisant à l'instauration d'un système d'incitation au moyen de clauses de pourcentages, il conviendra notamment de prêter attention à la nécessité objective de cette institution et aux véritables buts poursuivis par son introduction dans les statuts. Il ne doit, par exemple, pas constituer un moyen pour le conseil d'administration de différer le moment d'exercice du droit de vote des nouveaux actionnaires, ce qui lui permet, de cette manière, de demeurer plus longtemps au gouvernail de la société. En outre, il sera aussi nécessaire de veiller à la pertinence des valeurs limites choisies<sup>106</sup>.

Concernant plus particulièrement les valeurs limites, celles-ci jouent notamment un rôle prépondérant dans l'ampleur de l'effet incitatif que les clauses de pourcentage doivent produire sur l'actionnariat. Elles doivent être établies d'une manière telle

---

<sup>103</sup>CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 685d N 16 ; ZK-CRAMER (2021), CO 685d N 14, selon lequel, cette clause n'est tout simplement pas compatible avec l'art. 685d al. 1 CO.

<sup>104</sup>CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 685d N 16.

<sup>105</sup>DAENIKER (2015), p. 167.

<sup>106</sup>DAENIKER (2015), p. 167.

qu'elles puissent concerner un nombre significatif d'actionnaires importants, mais aussi que les écarts entre les valeurs limites soient intéressants, de sorte qu'ils motivent lesdits actionnaires à rester dans la société. Cependant, la fixation des seuils n'est pas du tout aisée, pour ne pas dire impossible. En effet, elle ne se fonderait que sur une appréciation prospective des effets probables de l'introduction d'un tel mécanisme incitatif sur l'actionnariat, car l'introduction de clauses de pourcentage est soumise au principe de non-rétroactivité<sup>107</sup>. De manière plus précise, au moment où ces clauses limitant l'exercice du droit de vote sont adoptées, celles-ci ne seront pas applicables aux actionnaires, qui sont déjà inscrits au registre des actions avec une participation dépassant les seuils nouvellement introduits dans les statuts. Les gros actionnaires, dont la participation excède les deux valeurs limites, ne seront donc pas influencés par le mécanisme d'incitation en cause. Ainsi, afin que les clauses de pourcentage puissent déployer un certain effet incitatif, il faut nécessairement que, postérieurement à l'introduction des clauses de pourcentage, les petits actionnaires aient la volonté d'accroître leur part dans le capital-actions ou que de nouveaux investisseurs arrivent et acquièrent chacun une quantité conséquente d'actions. Or, au moment de l'instauration d'un tel système d'incitation, de telles attentes ne seront que le fruit de spéculations, car il n'est pratiquement impossible de prévoir, à l'avance, que les petits actionnaires augmenteront leur participation ou que de grands investisseurs viendront prendre une place importante dans l'actionnariat. Cela pose également problème pour l'établissement des écarts pertinents entre les seuils, puisqu'il est aussi difficile de savoir dans quelle mesure les participations des actionnaires existants pourraient s'agrandir ou quelle sera l'étendue des futures acquisitions des investisseurs potentiels. En conséquence, pour les raisons susmentionnées, il convient de retenir qu'il n'est pas possible de confectionner un mécanisme d'incitation à la détention de titres à long terme à l'aide d'outils tels que les clauses de pourcentages.

### **(3) Clause de plafonnement du droit de vote (art. 692 al. 2 CO)**

En ayant une finalité identique à la clause de pourcentage, la clause de plafonnement semble même être une institution interchangeable avec la première<sup>108</sup>. Néanmoins,

---

<sup>107</sup>CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 685d N 19 ; BSK OR II- DU PASQUIER/WOLF/OERTLE (2016), CO 685d N 4.

<sup>108</sup>BIERI (2011), N 265 n. 506 *i.f.* et N 342.

les deux clauses statutaires se distinguent au niveau des exigences relatives à leur instauration dans les statuts, mais également au niveau de leur champ d'application et de leurs effets.

La clause de pourcentage ne s'applique qu'aux actions nominatives cotées<sup>109</sup>, alors que l'art. 692 al. 2 CO permet de prévoir une clause statutaire, qui plafonne le droit de vote de toutes les actions, indépendamment du fait qu'elles soient nominatives ou au porteur<sup>110</sup>, cotées ou non cotées. De plus, étant donné que cette clause ne retire pas le statut juridique de l'actionnaire pour la part de la participation, dont le pouvoir de vote excède le seuil statutaire maximal de voix exerçables<sup>111</sup>, son inscription dans les statuts est seulement soumise à la majorité absolue de l'art. 703 CO<sup>112</sup>. En outre, contrairement à la clause de pourcentage, seul le droit de vote des actionnaires est limité par la clause de plafonnement, qui, en pratique, fixe souvent un seuil maximal d'exercice dudit droit<sup>113</sup>. Il en résulte que, nonobstant la limitation du pouvoir de vote, l'actionnaire peut quand même bénéficier de l'intégralité de ses droits liés au droit de vote découlant de sa participation<sup>114</sup>. Finalement, si une clause de plafonnement est introduite en cours de vie sociale, celle-ci ne sera pas soumise au principe de non-rétroactivité et s'appliquera à tous les actionnaires sans exception<sup>115</sup>, même si certains d'entre eux sont propriétaires d'une participation, qui accorde un pouvoir d'influence outrepassant les plafonds de vote érigés par les statuts.

Compte tenu de certaines de ses caractéristiques, il nous semble que les clauses de plafonnement sont de meilleurs outils que les clauses de pourcentage pour aménager un système d'incitation au long-termisme actionnarial, tel que décrit dans la partie relative aux clauses de l'art. 685d al. 1 CO<sup>116</sup>. Le principe de non-rétroactivité ne s'appliquant pas lors de l'introduction de clauses de plafonnement, tous les membres de l'actionnariat seront ainsi atteints par l'effet incitatif du mécanisme de loyauté. De

---

<sup>109</sup>ZK-CRAMER (2021), CO 685d N 3 ; CR CO II-TRIGO TRINDEADE (2017), CO 685d N 6 s.

<sup>110</sup>BIERI (2011), N 342 et N 545.

<sup>111</sup>CR CO II-PETER/CAVADINI (2017), CO 704 N 22, selon lesquels, une clause restreignant la transmissibilité des actions nominatives porte atteinte aux droits des actionnaires, c'est pourquoi son introduction dans les statuts de la société nécessite une décision à majorité qualifiée (art. 704 al. 1 ch. 7 CO).

<sup>112</sup>CR CO II-TRIGO TRINDEADE/HÉRITIER LACHAT (2017), CO 692 N 84 ; ZK-BOHRER/KUMMER (2021), CO 692 N 82.

<sup>113</sup>CR CO II-TRIGO TRINDEADE/HÉRITIER LACHAT (2017), CO 692 N 43 s ; BIERI (2011), N 334.

<sup>114</sup>BIERI (2011), N 782.

<sup>115</sup>BIERI (2011), N 334 et N 778.

<sup>116</sup>Cf. III.B.1.b.(2).

surcroît, la fixation de plafonds de pouvoir de vote sera plus aisée, car la composition de la base actionnariale existante pourra constituer la référence principale à leur établissement. Les seuils de limitation du droit de vote seront plus précis et donc plus pertinents par rapport à ceux qui, dans le cadre des clauses de pourcentage, se fonderaient uniquement sur une projection des futures acquisitions des actionnaires et de potentiels investisseurs. Outre cela, la clause de plafonnement a l'avantage de ne pas restreindre les droits liés au droit de vote. En effet, elle ne peut ainsi pas avoir l'éventuelle conséquence désagréable d'une clause de pourcentage, qui priverait malencontreusement un actionnaire de certains droits de participation ou de protection, en établissant un plafond juste en-dessous des seuils requis par la loi pour l'exercice desdits droits<sup>117</sup>.

En ce qui concerne l'égalité de traitement entre les actionnaires, une dérogation à ce principe n'est admissible que si elle est justifiée objectivement, de sorte qu'elle soit un moyen nécessaire à la poursuite des intérêts de la société. Relativement aux clauses de plafonnement, la doctrine unanime considère que des plafonds distincts de droit de vote peuvent être prévus pour différentes catégories d'actions et non pas pour différentes catégories d'actionnaires<sup>118</sup>. Ainsi, dans la même veine que pour les clauses de pourcentage, il n'est donc pas possible de différencier les actionnaires au niveau de leur nationalité ou du fait qu'ils sont les concurrents commerciaux de la société. BIERI ajoute également qu'il n'est pas non plus envisageable de soumettre à une limitation du droit de vote exclusivement les actionnaires qui ont la réputation d'être activistes<sup>119</sup>. Cependant, comme nous l'avons considéré dans la partie relative aux clauses de pourcentage<sup>120</sup>, nous sommes d'avis qu'un système d'incitation à la détention de titres à long terme ne crée pas une inégalité de traitement inadmissible et comparable aux exemples précités. En conséquence, un régime d'incitation au long-

---

<sup>117</sup>Notamment le droit à la consultation (art. 697a CO), le droit à l'inscription d'un objet à l'ordre du jour et le droit de proposition (art. 699b al. 1 ch. 1 et al. 2 CO).

<sup>118</sup>BÖCKLI (2009), § 12 N 470 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 24 N 70 ; CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT (2017), CO 692 N 66 et 67 ; ZK-BOHRER/KUMMER (2021), CO 692 N 73.

<sup>119</sup>BIERI (2011), N 682.

<sup>120</sup>Cf. III.B.1.b.(2).

termisme pourrait, selon nous, être construit à l'aide de clauses de plafonnement, tout en étant compatible avec le droit suisse<sup>121</sup>.

## 2. Droit à un dividende de loyauté

Au lieu d'un plus grand pouvoir de contrôle de la société, l'apport à la stabilité actionnariale pourrait aussi être récompensé par un dividende amplifié. Contrairement à certains législateurs étrangers, le Conseil national suisse a choisi de prévoir uniquement des privilèges patrimoniaux pour rétribuer la « loyauté » d'un actionnaire. Son projet de loi proposait plusieurs formes de récompense patrimoniale, dont notamment celle du droit à un dividende de loyauté, qui peut être jusqu'à 20% plus élevé que celui des autres actionnaires<sup>122</sup>. Nous allons donc examiner si, d'après le droit suisse, il est quand même envisageable de pourvoir un droit à un dividende majoré aux actionnaires « loyaux », soit à ceux qui ont détenu, de façon ininterrompue, leur participation pendant la durée requise par les statuts.

### a. Admissibilité en droit suisse

L'art. 660 al. 1 CO ancre le principe selon lequel chaque actionnaire a un droit égal à une part du bénéfice<sup>123</sup>, réalisé par la société, en principe, à l'issue d'un exercice annuel. Cette part est déterminée individuellement pour chaque actionnaire en proportion du montant nominal libéré de leur participation au capital-actions<sup>124</sup>, à moins que l'assemblée générale n'en ait décidé autrement dans les statuts (art. 661 CO). Typiquement, il est possible d'y inscrire que le calcul du montant du dividende attribuable à un actionnaire prenne en compte le paiement d'une éventuelle prime d'émission (*agio*) ou encore la part non libérée de sa participation<sup>125</sup>.

Toutefois, la marge de manœuvre statutaire ne semble pas s'étendre plus loin que la faculté de modifier la méthode de calcul des dividendes. Bien que la réglementation légale en la matière peut paraître libérale en raison de nombreux rappels à la possibilité de déroger à la loi dans les statuts, il résulte de l'interprétation effectuée par

---

<sup>121</sup>Voir JENTSCH (2022), p. 273, qui considère que, d'après la doctrine et la jurisprudence, des clauses de plafonnement du droit de vote différenciées, qui favorisent le long-termisme actionnarial, sont plutôt admissibles en droit suisse, tout en tenant compte du fait qu'aucune conclusion définitive n'a, pour l'instant, été émise à ce sujet.

<sup>122</sup>Cf. art. 661a al. 1 P-CO CN 2018.

<sup>123</sup>CR CO II-CHENAUX/GACHET (2017), CO 660-661 N 14 et réf. cit.

<sup>124</sup>DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN (2021), § 11 N 36 ; CR CO II-CHENAUX/GACHET (2017), CO 660-661 N 28.

<sup>125</sup>CR CO II-CHENAUX/GACHET (2017), CO 660-661 N 14 ; ZK-BAHAR/PEYER (2021), CO 660-661 N 44.

la doctrine majoritaire que la liberté statutaire s'avère être, en très grande partie, cloisonnée par l'art. 660 al. 3 CO<sup>126</sup>, qui réserve uniquement, comme exceptions, les privilèges découlant de « certaines catégories d'actions ». En effet, en adoptant, selon nous, un raisonnement comparable à celui concluant à l'exhaustivité des exceptions statutaires à l'art. 692 al. 1 CO, BÖCKLI – auteur suivi par la doctrine majoritaire – considère que toutes les dérogations envisageables au droit aux dividendes sont déjà circonscrites par la loi. Plus précisément, des droits préférentiels sur le partage du bénéfice social ne peuvent être introduits au sein de la société qu'au moyen d'institutions juridiques qui ont été prévues, à cet effet, par le législateur suisse, à savoir *a priori* les actions privilégiées (art. 654 et 656 CO)<sup>127</sup>, mais aussi les bons de participation (art. 656a ss CO)<sup>128</sup> et les bons de jouissance (art. 657 CO)<sup>129/130</sup>. Partant, en s'attachant notamment au précepte qu'un traitement différencié ne peut s'effectuer qu'au niveau des actions et non pas au niveau des titulaires de ces dernières<sup>131</sup>, il est conclu que l'octroi de droits privilégiés au dividende à un groupe d'actionnaires déterminé nécessite obligatoirement l'émission de droits de participation spéciaux ou d'actions de catégorie distincte des actions ordinaires.

Quoique la doctrine majoritaire considère qu'une décision de l'assemblée générale – qui attribue, en l'absence d'un fondement statutaire, à un certain type d'actionnaires un dividende plus élevé que celui revenant aux autres membres de l'actionnariat ou qui introduit une telle différenciation entre les actionnaires dans les statuts sans pour autant créer une nouvelle catégorie de titres – est nulle<sup>132</sup>, il nous semble qu'une atteinte au principe d'égalité de traitement en matière de dividendes pourrait, au contraire, être admissible, sans que l'émission d'actions de catégorie différente ne soit

---

<sup>126</sup>Voir not. BSK OR II-NEUHAUS/BALKANYI (2016), CO 660 N 17 et réf. cit., et ZK-BAHAR/PEYER (2021), CO 660-661 N 45 ss.

<sup>127</sup>L'art. 656 al. 2 CO prévoit la possibilité d'attacher aux actions des droits financiers plus étendus que ceux octroyés aux titulaires d'actions ordinaires.

<sup>128</sup>Les bons de participation peuvent aussi être des « bons de participation privilégiés » (art. 656f CO), qui accordent à leurs titulaires des droits patrimoniaux privilégiés par rapport à ceux dont bénéficient les détenteurs d'actions ou de bons de participation ordinaires.

<sup>129</sup>Il n'est pas exclu de lier aux bons de jouissance de droits financiers plus avantageux que ceux qui reviennent aux titulaires d'actions ordinaires ou d'autres titres émis.

<sup>130</sup>BÖCKLI (2009), § 12 N 510, ajoutant également à son énumération, les avantages particuliers de l'art. 636 CO, qui constituent aussi un moyen prévu par la loi, permettant d'attribuer des privilèges à certaines personnes de la société, même si leur introduction dans les statuts n'implique pas la création d'une nouvelle catégorie de participations.

<sup>131</sup>DAENIKER (2015), p. 162 et réf. cit.

<sup>132</sup>BÖCKLI (2009), § 12 N 510 s ; CR CO II-CHENAUX/GACHET (2017), CO 660-661 N 32.

nécessaire. En effet, l'égalité de traitement entre les actionnaires – dans les situations où il n'est pas un principe absolu – peut souffrir une exception, à condition que la divergence de traitement envisagée soit justifiée par l'intérêt social sans pour autant être arbitraire<sup>133</sup>. Or, bien que la doctrine dominante permette un tel tempérament, il est tout de même exigé que la loi prévoie expressément la possibilité de déroger statutairement à l'égalité de traitement<sup>134</sup>. Dans le cas précis, l'art. 661 CO, malgré sa formulation générale, pourvoit, selon nous, une fenêtre de largeur suffisante, qui peut accommoder, à titre d'exception, le critère de l'ancienneté des investisseurs au sein de l'actionnariat en tant que variable supplémentaire de détermination du montant du dividende. En effet, comme il a été mentionné précédemment, il est admissible, selon la doctrine, de prévoir statutairement que la partie non libérée de la participation soit prise en compte dans le calcul du dividende à verser aux actionnaires, ce qui, grossièrement parlant, revient à pénaliser ces derniers pour le fait qu'ils n'ont pas encore libéré entièrement leur participation et à les inciter ainsi à le faire dans un avenir assez proche. Quant à un régime d'exception distribuant un dividende plus élevé aux actionnaires de long terme, il est aussi question d'influencer le comportement des investisseurs, sauf que, par la clause tenant compte de l'ancienneté de ces derniers, il serait recherché de créer une base actionnariale plus stable et, de ce fait, favorable au développement et à la prospérité de l'entreprise sur le long terme. Toutefois, nonobstant le fait que l'engagement à long terme d'un actionnaire est un comportement désirable pour la société, il n'est pas certain qu'il soit aussi indispensable que celui consistant à libérer entièrement la participation à laquelle l'actionnaire a souscrit, ce qui peut remettre en cause la légitimité de la transgression du principe de l'égalité de traitement en faveur de l'inscription d'une clause favorisant le long-termisme actionnarial. Bien que le climat doctrinal semble être plutôt en défaveur de l'instauration d'une clause statutaire imposant une différenciation en matière de dividendes entre les actionnaires d'une même catégorie d'actions<sup>135</sup>, nous

---

<sup>133</sup>CR CO II-PETER/CAVADINI (2017), CO 717 N 20 ; BSK OR II-WATTER/ROTH/PELLANDA (2016), CO 717 N 23.

<sup>134</sup>Voir *supra* n. 32.

<sup>135</sup>Voir not. KOGENS (2020), p. 873 s, estimant qu'en matière de dividendes, la différenciation des titulaires d'actions privilégiées en fonction de leur ancienneté au sein de la société est admissible au regard du principe de l'égalité de traitement.

estimons que l'objectif de la constitution d'une base actionnariale stable et orientée vers le long terme justifie son introduction dans les statuts<sup>136</sup>.

## **b. Solution(s) alternative(s)**

La doctrine majoritaire dissuadant d'instaurer une inégalité de traitement des actionnaires par le biais d'une simple clause statutaire, il sied désormais d'apprécier si d'autres instruments juridiques permettent la création d'un mécanisme, qui se rapprocherait le plus possible de celui régissant les « actions de loyauté », à savoir un système statutaire avantageant les actionnaires de long terme sur le plan du droit au dividende.

### **(1) Actions privilégiées (art. 654 et 656 CO)**

Selon l'esprit du droit de la société anonyme, le moyen adéquat pour accorder aux membres de l'actionnariat des privilèges, qui peuvent être de nature financière ou non<sup>137</sup>, est de créer une nouvelle catégorie d'actions, auxquelles les actionnaires existants pourront souscrire afin de bénéficier des droits privilégiés qu'elles renferment. Ces nouvelles actions privilégiées peuvent voir le jour au sein d'une société soit par leur simple émission dans le cadre d'une augmentation du capital, soit par la conversion de la totalité des participations de certains actionnaires ou d'une partie de la participation de tous les actionnaires ou seulement celle de certains d'entre eux<sup>138</sup>. En matière d'avantages que peuvent comprendre les actions privilégiées, l'art. 656 al. 2 CO donne accès à une panoplie non exhaustive de droits d'actionnaire, sur la base desquels des droits privilégiés peuvent être élaborés. Ces droits de base sont notamment le droit au dividende, le droit à une part de liquidation ou encore le droit préférentiel de souscription. S'agissant du droit au dividende, il existe de nombreuses et diverses manières de le configurer en tant que droit privilégié, ce qui ne sera pas abordé en détails dans le cadre de ce travail. Il importe seulement de relever qu'il est tout à fait possible d'attacher aux actions privilégiées un droit à un versement d'un dividende plus élevé que celui échu aux détenteurs d'actions ordinaires.

---

<sup>136</sup>Du même avis, FORSTMOSER (2015), p. 179, et BURCKHARDT (2020), p. 384. CHENAUX (2013), p. 86, qui laisse seulement entendre que, selon le droit actuel, un privilège en matière de dividendes peut être aménagé statutairement dans le respect des principes du droit de la société anonyme.

<sup>137</sup>CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 654-656 N 6 ss et N 14 ; ZK-BAHAR/PEYER (2016), CO 654-656 N 12 ss et N 47.

<sup>138</sup>ZK-BAHAR/PEYER (2016), CO 654-656 N 50 ; BSK OR II-LIEBI (2016), CO 654-656 N 56 ss.

Même si le droit suisse permet la création du droit privilégié souhaité, il est généralement difficile d'aménager un système efficient d'incitation à la détention des participations à long terme, qui s'inscrirait parfaitement dans la réalité du négoce boursier, de sorte qu'il n'y ait aucune entrave significative à la transmissibilité des titres sur le marché des actions. En effet, de façon identique aux actions à droit de vote privilégié (art. 693 CO), les actions privilégiées constituent une catégorie d'actions distincte des actions ordinaires. La présence de plusieurs catégories d'actions est l'obstacle principal empêchant la mise en place d'un régime d'incitation, dont le mécanisme serait d'accorder des droits privilégiés aux actionnaires, qui ont demeuré suffisamment longtemps propriétaires de leurs titres, et, en cas de transfert de leur participation à un tiers, de supprimer les privilèges acquis, pour que le nouvel acquéreur de la participation n'en bénéficie pas, l'obligeant ainsi à détenir, à son tour, la participation acquise pendant la durée exigée par les statuts. La mise en œuvre de ce mécanisme dans une société, qui a émis au moins deux catégories d'actions, n'est envisageable qu'avec le recours à des opérations de conversion<sup>139</sup>, afin de permettre non seulement l'attribution de droits privilégiés à un actionnaire de long terme (e.g. en convertissant ses actions ordinaires en actions privilégiées), mais aussi le transfert éventuel d'une participation d'un actionnaire de long terme à un tiers (e.g. en convertissant la participation d'un actionnaire de long terme composée d'actions privilégiées en actions ordinaires destinées au nouvel acquéreur). Or, toutes ces transformations d'actions nécessitent, en principe, à chaque fois, la convocation de l'assemblée générale, qui, en respectant la majorité qualifiée de l'art. 704 CO<sup>140</sup>, doit prendre la décision de procéder aux modifications statutaires nécessaires allant dans le sens des conversions, ce qui exclut *a priori* la possibilité d'introduire dans les statuts une clause prévoyant une conversion « automatique » des actions privilégiées.

---

<sup>139</sup>Afin qu'il ne soit recouru qu'aux opérations de conversion (à l'exclusion de divisions ou de réunions d'actions), il est nécessaire que la valeur nominale des actions privilégiées soit identique à celle des actions ordinaires.

<sup>140</sup>Art. 704 al. 1 ch. 4 CO. Dans notre cas, l'assemblée générale devra offrir la conversion qu'aux actionnaires « loyaux », ce qui implique une suppression du droit de souscription préférentiel de tous les autres actionnaires (voir CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 654-656 N 23). En ce qui concerne l'assemblée spéciale de l'art. 654 al. 2 CO, sa réunion et son accord aux conversions ne sont pas nécessaires, car les titulaires d'actions privilégiées ne sont pas atteints dans leurs droits privilégiés en raison de la création (par conversion) de nouvelles actions privilégiées, dont les droits financiers conférés sont identiques aux leurs.

Il est, cependant, intéressant de relever que la doctrine manifeste une clémence plus importante envers les actions privilégiées qu'envers les actions à droit de vote privilégié. La raison de ce ménagement est l'existence de l'art. 654 al. 2 *i.f.* CO, qui permet l'introduction dans les statuts de dispositions dérogeant à la loi. Ainsi, il est admis d'attacher à la clause statutaire fondant les actions privilégiées une limitation temporelle ou une condition, dont l'avènement implique la conversion automatique des actions privilégiées en actions ordinaires<sup>141</sup>. De surcroît, il n'est pas non plus exclu de conférer statutairement au conseil d'administration la compétence de modifier les statuts relativement à la conversion d'actions privilégiées en actions ordinaires et inversement<sup>142</sup>, mais aussi de renoncer à l'assemblée spéciale des actionnaires atteints, pour autant que ces dérogations au régime légal soient adoptées avant ou au moment de l'institution des actions privilégiées<sup>143</sup>. Or, il n'y a pas de raison de s'étendre encore plus dans la panoplie des différents aménagements statutaires envisageables, puisque le bémol réside déjà dans la nature de la condition à laquelle une conversion automatique d'actions peut être soumise. Celle-ci doit, en effet, être « objectivement déterminable »<sup>144</sup>. Bien que cette qualification ne nous permet pas de savoir exactement si la conversion d'actions privilégiées en actions ordinaires peut être soumise à la condition de la vente de la participation à un tiers, LIEBI fournit une assez grande quantité d'exemples de conditions parmi lesquelles la nôtre ne pourrait toutefois trouver place<sup>145</sup>. En effet, la réalisation de ces conditions impersonnelles implique nécessairement la conversion de toutes les actions privilégiées en actions ordinaires, de sorte que l'exécution de cette opération ne peut être limitée à certaines actions privilégiées déterminées. Il en va de même d'une conversion automatique d'actions ordinaires en actions privilégiées, qui doit aussi être soumise à une condition « objectivement déterminable »<sup>146</sup>, notion qui ne peut s'accommoder l'exigence, selon

---

<sup>141</sup>CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 654-656 N 29 ; BSK OR II-LIEBI (2016), CO 654-656 N 65.

<sup>142</sup>LIEBI (2008), N 348.

<sup>143</sup>CR CO II-TRIGO TRINDADE (2017), CO 654-656 N 29 ; ZK-BAHAR/PEYER (2016), CO 654-656 N 81. LIEBI (2008), N 112, rejoint aussi l'avis d'un auteur cité dans son ouvrage, que lorsque l'éventualité d'une conversion automatique des actions privilégiées est inscrite dans les statuts, il en découle que l'approbation de l'assemblée spéciale des actionnaires atteints est implicitement exclue.

<sup>144</sup>BSK OR II-LIEBI (2016), CO 654-656 N 65 ; LIEBI (2008), N 112.

<sup>145</sup>LIEBI (2008), N 112 n. 423, selon lequel, les conditions objectivement déterminables envisageables sont notamment : le paiement de dividendes privilégiés pendant un certain nombre d'années, la cotation de la société en bourse, le versement d'un certain montant de dividendes privilégiés, l'accumulation de réserves dans une certaine étendue ou encore l'atteinte d'autres valeurs (comptables) déterminées.

<sup>146</sup>LIEBI (2008), N 383 et cf. n. 1657.

laquelle l'actionnaire doit détenir personnellement un titre pendant une durée fixée par les statuts.

### 3. Droits de loyauté en matière de souscription d'actions ou d'options

Faisant preuve d'imagination, le Conseil national ne s'est pas borné à proposer un concept d'actions de loyauté identique à celui adopté par les ordres juridiques des Etats avoisinants de la Suisse. Outre la majoration du dividende pour les actionnaires « loyaux », les parlementaires ont suggéré d'inclure d'autres droits privilégiés relatifs à la souscription de nouvelles actions en cas d'augmentation ordinaire du capital, mais aussi dans le cadre de la marge de fluctuation du capital. Ainsi, un nouvel alinéa de l'art. 652b CO prévoyait la possibilité d'aménager dans les statuts un droit à une réduction de 20% du prix d'émission de nouvelles actions pour les propriétaires d'actions inscrits depuis au moins deux ans au registre des actions en tant qu'actionnaires avec droit de vote<sup>147</sup>. Le projet comprenait également une nouvelle disposition, qui prévoyait la faculté pour les sociétés de réserver statutairement une part de 20% du capital nouvellement créé pour lesdits propriétaires, tout en ne limitant pas ou ne supprimant pas leur droit de souscription préférentiel pour le reste du capital émis (soit les 80% restants)<sup>148</sup>. Les principes de ce droit de souscription prioritaire devaient être établis par les statuts, qui pouvaient encore restreindre le cercle des ayants droit, en fixant une limite en pour-cent du capital-actions que la participation de l'actionnaire « loyal » ne doit pas dépasser afin d'être légitimé à l'exercice dudit droit<sup>149</sup>. Au surplus, en matière de droits d'option, il était prévu de pourvoir l'assemblée générale de la compétence d'autoriser le conseil d'administration à établir des conditions préférentielles en faveur d'actionnaires de long terme<sup>150</sup>. S'agissant de ce régime privilégié, les dispositions esquissées relatives à l'augmentation conditionnelle du capital faisaient de nombreux renvois aux droits déjà explicités ci-dessus. Si le projet avait été adopté, il aurait été, entre autres, possible de prévoir un prix d'option moins élevé pour les actionnaires « loyaux » que pour les autres membres de

---

<sup>147</sup>Cf. art. 652b al. 5 et 650 al. 2 ch. 3<sup>bis</sup> P-CO CN 2018, applicables par analogie en cas d'institution d'une marge de fluctuation de capital (art. 653t al. 1 ch. 8<sup>bis</sup> P-CO CN 2018).

<sup>148</sup>JENTSCH (2022), p. 275, qui qualifie le privilège accordé aux actionnaires de long terme comme un « droit anti-souscription », soit un droit à exclure le droit de souscription préférentiel de tous les autres actionnaires pour la part de l'augmentation du capital réservée aux actionnaires « loyaux ».

<sup>149</sup>Cf. art. 652b<sup>bis</sup> et 650 al. 2 ch. 9<sup>bis</sup> P-CO CN 2018, applicables par analogie en cas d'institution d'une marge de fluctuation de capital (art. 653t al. 1 ch. 7<sup>bis</sup> P-CO CN 2018).

<sup>150</sup>JENTSCH, [Les actions de loyauté : bientôt aussi une réalité en Suisse ?](#), in Jusletter 9 décembre 2019 (consulté le 31 octobre 2022), N 17 ; JENTSCH (2022), p. 275 ; BURCKHARDT (2020), p. 379.

l'actionnariat<sup>151</sup> ou encore d'accorder aux premiers un droit de priorité sur un certain nombre d'options nouvellement émises<sup>152</sup>.

En l'état actuel et futur du droit de la société anonyme, un droit prioritaire à des options ou à une part du capital nouvellement émis ainsi qu'un droit à un prix avantageux pour la libération d'options ou d'actions pour les actionnaires de long terme ne peuvent pas être introduits dans les statuts de la société. En effet, dès le moment où le droit de souscription préférentiel de certains actionnaires ne peut pas être limité ou supprimé d'avance dans les statuts<sup>153</sup>, de sorte que la restriction s'applique à chaque augmentation du capital, ce droit ne peut être restreint qu'au moment où l'assemblée générale décide d'une augmentation du capital, qu'elle soit ordinaire ou conditionnelle. Le seul cas potentiel où des restrictions dudit droit peuvent figurer dans les statuts est lors de l'institution d'une marge de fluctuation de capital, dont les conditions-cadres peuvent contenir les conditions et les motifs de limitation ou de suppression du droit de souscription préférentiel<sup>154</sup>. Le conseil d'administration devra, par la suite, les appliquer au moment de l'exécution d'une augmentation du capital dans les limites de ladite marge tracées par les statuts. Cependant, en tant qu'instrument juridique pour promouvoir la détention de titres à long terme, la marge de fluctuation est assez limitative et encombrante. L'effet incitatif serait plus prononcé, si le droit privilégié s'appliquait à n'importe quel type d'augmentation du capital. De plus, le système d'incitation au long-termisme ne serait pas permanent, puisqu'il disparaîtrait après l'écoulement de la durée pour laquelle la marge a été instituée, ce qui nécessiterait, en conséquence, une nouvelle décision de l'assemblée générale pour l'aménagement d'une nouvelle marge de fluctuation. De ce point de vue-là, la situation serait pratiquement la même si l'assemblée générale s'obligeait, d'une certaine manière, à chaque augmentation ordinaire ou conditionnelle de capital d'avantager les actionnaires de long terme par rapport au reste de l'actionnariat. Les mêmes considérations doivent s'appliquer à la fixation du prix d'émission en raison de l'absence de disposition légale permettant un aménagement statutaire contraire aux principes applicables en droit de la société anonyme.

---

<sup>151</sup>Cf. art. 653b al. 1 ch. 4<sup>er</sup> *cum* art. 652b al. 5 P-CO CN 2018.

<sup>152</sup>Cf. art. 653b al. 1 ch. 4<sup>bis</sup> *cum* art. 652b<sup>bis</sup> P-CO CN 2018.

<sup>153</sup>BSK OR II-ZINDEL/ISLER (2016), CO 652b N 11 ; CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN (2017), CO 652b N 9.

<sup>154</sup>Cf. art. 653t al. 1 ch. 7 CO.

Étant donné que le régime de l'art. 656 al. 2 CO est assez libre et permet la création d'une variété de droits privilégiés financiers et non financiers, il serait tout à fait envisageable que les droits proposés par le projet du Conseil national soient liés à des actions privilégiées, qui seraient émises par la société. Cependant, comme nous l'avons vu précédemment, pour inciter les actionnaires à détenir leur participation à long terme, il n'est possible d'élaborer, à l'aide d'actions d'une catégorie différente, qu'un mécanisme imparfait et défectueux.

#### 4. Options de loyauté

Dans la littérature économique, il a aussi été émis l'idée de récompenser les actionnaires pour leur loyauté en attachant à chacune des actions émises une option *call*<sup>155</sup>, qui n'est exerçable qu'à partir du moment où l'action sous-jacente a été détenue pendant une certaine durée (e.g. 2 ou 3 ans). Si l'action est transférée à un tiers avant l'écoulement de ladite période, le droit d'option disparaît. Par contre, si l'action a été possédée suffisamment longtemps, l'option peut être exercée ou être vendue sur le marché dans la mesure où elle est cotée en bourse<sup>156</sup>.

L'avantage principal d'un tel système d'incitation est qu'au terme de la période de « loyauté », l'actionnaire peut choisir soit d'exercer les options et d'acquérir au prix d'exercice de nouvelles actions, élargissant, de cette manière, ses droits sociaux et patrimoniaux, soit de liquider les options sur le marché. Ainsi, chaque investisseur de long terme a la possibilité d'agir selon ses préférences, de sorte qu'il décidera de vendre les options débloquées, s'il désire demeurer passif, ou d'accroître sa participation dans le capital-actions, si son objectif est de se pourvoir un plus grand contrôle de la société.

En droit suisse, un modèle similaire pourrait être réalisé par la création d'un capital conditionnel (art. 653 al. 1 CO). Étant donné que ce dernier ne peut pas excéder la moitié du capital-actions inscrit au registre du commerce (art. 653a al. 1 CO), seuls les actionnaires possédant la moitié du capital-actions pourraient recevoir par l'augmentation conditionnelle du capital, pour chacune de leur action, une action

---

<sup>155</sup>L'option *call* est celle « qui donne le droit d'acheter un instrument financier à un certain prix (*strike price*) » (LOMBARDINI (2021), N 33).

<sup>156</sup>BOLTON/SAMAMA (2013), p. 89.

supplémentaire d'une valeur nominale identique<sup>157</sup>. L'idéal serait que seule la moitié du capital-actions de la société soit cotée en bourse. Si plus de la moitié des titres de la société sont cotés en bourse, il faudra supprimer le droit de souscription préférentiel de certains actionnaires<sup>158</sup>, ce qui n'est guère concevable du point de vue du principe de l'égalité de traitement et en l'absence d'un juste motif. S'agissant des conditions d'exercice des droits d'option, il ne semble pas que les options, dont l'exercice dépend de la détention d'un titre pendant une certaine durée, ne soient pas juridiquement envisageables. Elles sont, d'ailleurs, comparables aux options dites « de rétention »<sup>159</sup>, qui sont octroyées dans le cadre d'un plan d'intéressement aux employés de la société, afin de les fidéliser à cette dernière. En outre, de telles options de « loyauté » n'imposeraient pas aux actionnaires une obligation supplémentaire contraire au principe de l'art. 680 al. 1 CO<sup>160</sup>, car un tel système d'incitation n'introduit ni une obligation de prestation à la charge des actionnaires, ni une pénalité à ceux qui renoncent à être « fidèles » à l'égard de la société. Finalement, dans la mesure où il est admis que la constitution d'une base actionnariale stable orientée vers le long terme est dans l'intérêt de la société, le principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires ne devrait pas faire obstacle à l'inscription dans les statuts (cf. art. 653b CO), selon laquelle chaque option de « loyauté » accordée pour chacun des titres appartenant à l'actionnaire n'est exerçable que si l'action pour laquelle ladite option a été attribuée a été détenue pendant la durée fixée par les statuts.

### III. Conclusion

En n'étant aucunement des actions, les « actions de loyauté » sont une dénomination d'un mécanisme statutaire qui redistribue aux actionnaires les droits sociaux ou patrimoniaux en fonction de leur ancienneté au sein de la société. Bien que le concept d'actions de loyauté est en lui-même une institution insolite au regard du droit suisse, la confrontation de son système d'incitation au long-termisme actionnarial avec les principes de l'égalité de traitement entre les actionnaires et de l'interdiction de

---

<sup>157</sup>Contrairement au modèle proposé, lorsque l'entier du capital-actions est coté en bourse, il est tout à fait possible d'accorder aux actionnaires de durée une option offrant le droit d'acquérir une action d'une valeur nominale inférieure de moitié à celle des actions détenues par lesdits actionnaires.

<sup>158</sup>Art. 653c al. 1 *cum* art. 652b CO.

<sup>159</sup>Voir, à ce sujet, CHENAUX/DUMMERMUTH (2013), N 11.

<sup>160</sup>Du même avis, DAENIKER (2015), p. 164.

soumettre ces derniers à une obligation supplémentaire nous a convaincu que son éventuelle introduction dans le code des obligations ne déclenchera pas un séisme dévastateur faisant crouler lesdits principes fondamentaux sur lesquels repose le droit de la société anonyme. Mieux encore, il s'avère que ce système est plus approprié à améliorer le gouvernement d'entreprise au sein des sociétés cotées que les autres mécanismes d'incitation suggérés tant par la doctrine que par le législateur. Ainsi, nous estimons que le régime d'incitation au long-termisme actionnarial découlant du concept d'actions de loyauté sert au mieux les intérêts de la société et de l'ensemble des actionnaires.

De notre examen de la transposabilité directe ou indirecte en droit de la société anonyme des différents privilèges discernables aux actionnaires « loyaux », il sied de déduire qu'en matière de droit de vote, il faudra préférentiellement intégrer le concept d'actions de loyauté dans une nouvelle disposition légale dérogeant au principe de l'art. 692 al. 1 CO. En effet, non seulement les exceptions à cet article sont exhaustivement circonscrites par la loi, mais aussi les institutions juridiques analysées ne peuvent être employées pour reproduire un système d'incitation au long-termisme similaire à celui qui découle des « actions de loyauté », à moins qu'il soit érigé au moyen de clauses de plafonnement du droit de vote. S'agissant de droits patrimoniaux, le régime légal suisse présente, à notre avis, une certaine souplesse, qui permet aux sociétés d'inclure dans leurs statuts une clause accordant aux actionnaires « loyaux » une majoration de leur dividende ou, dans le cadre d'une augmentation conditionnelle du capital, un droit d'option pour une ou plusieurs actions possédées continuellement pendant la durée statutairement requise. En revanche, concernant les divers droits privilégiés en matière de souscription d'actions ou d'options, ils ne peuvent pas voir le jour dans les statuts d'une société, sauf si le législateur les prévoit expressément dans une disposition légale.

Somme toute, il convient de retenir que le droit suisse est plutôt perméable au concept d'actions de loyauté, et plus particulièrement à sa variante qui octroie aux actionnaires de long terme des privilèges financiers – *i.e.* une majoration du dividende ou des options de loyauté – dans la mesure où le mécanisme d'incitation lui-même et ses limites sont convenablement aménagés dans les statuts, à savoir conformément aux principes du droit de la société anonyme.

## Lois, directives, règlements

Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations, Code des obligations, RS 220.0).

Code de commerce (consultable sur: [legifrance.gouv.fr](http://legifrance.gouv.fr)) (cité: C. com.).

Loi du 23 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, [Moniteur belge du 4 avril 2019, 33239 ss](#) (cité: CSA).

Testo Unico della Finanza, Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (disponible sur le site de l'autorité italienne de surveillance des marchés financiers CONSOB (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*): [consob.it](http://consob.it)) (cité: TUF).

## Arrêts cités

Arrêt du TF 2A.394/2000 du 2 juillet 2001.

Arrêt du TF 4C.386/2002 du 12 octobre 2004.

ATF 91 II 298.

ATF 93 II 393.

ATF 95 II 157.

ATF 102 II 265.

ATF 117 II 290, JdT 1992 I 318.

## Bibliographie

BIERI Adrian, *Statutarische Beschränkungen des Stimmrechts bei Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien*, thèse Zurich, Saint-Gall (Dike) 2011.

BLOCH Olivier, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse*, 3<sup>ème</sup> éd., Zurich (Schulthess) 2021.

BÖCKLI Peter, *Schweizer Aktienrecht*, 4<sup>ème</sup>éd., Zurich (Schulthess) 2009.

BOOTSMA Bart, Een loyaliteitsdividend voor langetermijnaandeelhouders, *Maandblad Voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 2011/85, 408-411.

BOLTON Patrick/SAMAMA Frédéric, Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors, *J Applied Corp Finance* 2013, 86-97.

BUSHEE Brian, Identifying and Attracting the “Right” Investors: Evidence on the Behaviour of Institutional Investors, *J Applied Corp Finance* 2005, 28-35.

BURCKHARDT Christoph, Loyalitätsaktien im Rahmen der Aktienrechtsrevision, in: Müller M. P.A./Forrer L./Zuur F. (éds), *Das Aktienrecht im Wandel – Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt*, Zurich/Saint-Gall (Dike) 2020, 367-387.

CHENAUX Jean-Luc, L'activisme actionnarial, in: Chabot F.-G. (éd.), *Développements récents en droit commercial II*, Lausanne (Cedidac) 2013, 65-91.

CHENAUX Jean-Luc/DUMMERMUTH Lise, *Les plans d'intéressement*, Lausanne (Cedidac) 2013.

CHABLOZ Isabelle, *Actionnaires dans les sociétés cotées: actions légales et gouvernance – Étude comparée: Suisse, Australie, Allemagne*, Genève (Schulthess) 2012.

DAENIKER Daniel, Loyalitätsaktien – Postulat oder Rechtswirklichkeit?, in: Tschäni R. (éd.), *Mergers & Acquisitions XVII*, Zurich (Schulthess) 2015, 139-169.

FISCHER Joel, Shareholder Value, Corporate Social Responsibility und Gegenvorschlag zur Konzernverantwortungsinitiative, *GesKR* 2021, 1-24.

DRUEY Jean Nicolas/DRUEY JUST Eva/GLANZMANN Lukas, *Gesellschafts- und Handelsrecht*, 12<sup>ème</sup> éd., Zurich (Schulthess) 2021.

FORSTMOSER Peter/KÜCHLER Marcel, *Schweizerisches Gesellschaftsrecht – Mit neuem Firmen- und künftigem Handelsregisterrecht und unter Einbezug der Aktienrechtsreform – Update zur 12. Auflage 2018*, Zurich (Stämpfli) 2019.

FORSTMOSER Peter/MEIER-HAYOZ Arthur/NOBEL Peter, *Schweizerisches Aktienrecht*, Berne (Stämpfli) 1996.

FORSTMOSER Peter, Corporate Social Responsibility, eine (neue) Rechtspflicht für Publikumsgesellschaften?, in : Waldburger Robert/Sester Peter/Peter Christoph/Baer Charlotte M. (éds), *Law & Economics – Festschrift für Peter Nobel zum 70. Geburtstag*, Berne (Stämpfli) 2015, 157-181.

GAREL Alexandre, Effets réels de la présence des investisseurs de long terme dans les entreprises cotées, *Annales des Mines – Réalités industrielles* 2019/4, 13-17.

HANDSCHIN Lukas (éd.), *Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Allgemeine Bestimmungen, Art. 620-659b OR*, 2<sup>ème</sup> éd., Zurich (Schulthess) 2016 (cité: ZK-AUTEUR (2016)).

HANDSCHIN Lukas (éd.), *Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Generalversammlung und Verwaltungsrat, Mängel in der Organisation, Art. 698-726 und 731b OR*, 3<sup>ème</sup> éd., Zurich (Schulthess) 2018 (cité: ZK-AUTEUR (2018)).

HANDSCHIN Lukas/JUNG Peter (éds), *Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Rechte und Pflichten der Aktionäre, Art. 660–697m OR*, 2<sup>ème</sup> éd., Zurich (Schulthess) 2021 (cité: ZK-AUTEUR (2021)).

HÄUSERMANN Daniel M., *Gestaltungsfreiheit im Recht der Publikumsgesellschaft*, Zurich/Saint-Gall (Dike) 2015.

HONSELL Heinrich/VOGT Nedim Peter/WATTER Rolf (éds), *Basler Kommentar, Obligationenrecht II*, 5<sup>ème</sup> éd., Bâle (Helbing Lichtenhahn) 2016 (cité: BSK OR II-AUTEUR (2016)).

JAILLET Pierre, Investissement à long terme : enjeux pour la croissance, la stabilité monétaire et financière, *Revue d'économie financière* 2012/4, 169-188.

JENTSCH Valentin, Loyalitätsaktien, *RJS* 118/2022, 267-279.

JUNG Peter, Loyalitäts- und Aktivitätsprämien für Publikumsaktionäre – Ein kritischer Rechtsvergleich, *ZVglRWiss* 2021, 104-126.

KARAMETAXAS Xenia Elisa, *L'engagement des investisseurs institutionnels : enjeux et perspectives de la prise de décisions collectives*, thèse Genève, Zurich (Schulthess) 2019.

KOGENS Ronald, HODL-Aktien, *PJA* 2020, 869-874.

LIEBI Martin, *Vorzugsaktien, Eine Darstellung nach gesellschaftsrechtlichen, bilanzierungsrechtlichen, steuerrechtlichen, rechtsgeschichtlichen, rechtsökonomischen, rechtsvergleichenden und corporate finance-Gesichtspunkten*, thèse Zurich, Saint-Gall (Dike) 2008.

LOMBARDINI Carlo, *Gestion de fortune: réglementation, contrats et instruments, Droit bancaire suisse*, Zurich (Schulthess) 2021.

MIO Chiara/ZARO Elise Soerger/FASAN Marco, Are loyalty shares an effective antidote against short-termism? – Empirical evidence from Italy, *Bus Strat Env* 2020, 1785-1796.

MILANO Greg, Corporate Short-Termism and How It Happens, *J Applied Corp Finance* 2019, 27-35.

MOUSSU Christophe, Marchés financiers et court-termisme, *Annales des Mines - Réalités Industrielles* 2019/4, 7-12.

NERI-CASTRACANE Gulia, *Les règles de gouvernance d'entreprise comme moyen de promotion de la responsabilité sociale de l'entreprise – Réflexions sur le droit suisse dans une perspective internationale*, thèse Genève, Genève/Zurich (Schulthess) 2016.

NERI-CASTRACANE Gulia, Responsabilité sociétale des entreprises, La diligence en matière de droits de l'homme des principes Ruggie en Suisse, in: Trigo Trindade R./Bahar R./Neri-Castracane G. (éds), *Vers les sommets du droit: « Liber Amicorum » pour Henry Peter*, Genève (Schulthess) 2019.

PHILIPPE Arnaud, *Droit des sociétés cotées à l'actionnariat concentré – Enjeux, gouvernance et perspectives*, thèse Genève, Zurich, Bâle (Schulthess) 2021.

QUIMBY Alexander, Addressing Corporate Short-Termism Through Loyalty Shares, *Florida State University Review* 2013/40, 389-413.

ROE Mark J./VENEZZE Federico Cenzi, Will Loyalty Shares Do Much For Corporate Short-termism?, *Bus Law* 2021, 467-507.

SARBACH Alla V., How is the purpose of a company impacting its corporate governance?, *GesKR* 2022, 268-277.

TERCIER Pierre/AMSTUTZ Marc/TRIGO TRINDADE Rita (éds), *Commentaire romand, Code des obligations II*, 2<sup>ème</sup> éd., Bâle (Helbing Lichtenhahn) 2017 (cité: CR CO II-AUTEUR (2017)).

VOGT Hans-Ueli, *Aktionärsdemokratie*, Zurich, Saint-Gall (Dike) 2012.

VON DER CRONE Hans Caspar, *Aktienrecht*, 2<sup>ème</sup> éd., Berne (Stämpfli) 2020.

VON DER CRONE Hans Caspar/MOHASSEB Keivan, Stand der Aktienrechtsrevision, *PJA* 2019, 781-794.

WOHLMANN Herbert/ZELLER Michael, Nachhaltige Geschäftsführung durch Bindung der Aktionäre?, *RJS* 113/2017, 229-234.

WILHELM Christophe/VARRIN Océane, *L'« exercice mesuré des droits » et l'abus de majorité en droit suisse de la société anonyme*, Genève, Zurich (Schulthess) 2022.