



Livre

2004

Published version

Open Access

This is the published version of the publication, made available in accordance with the publisher's policy.

Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions : une
approche systématique

Bahar, Rashid

How to cite

BAHAR, Rashid. Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions : une approche systématique. Genève : Schulthess, 2004. (Publications du Centre de droit bancaire et financier)

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:41943>

Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions

Une approche systématique

Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions

Une approche systématique

Rashid Bahar

Rashid Bahar est docteur en droit et avocat au Barreau de Genève. Après avoir effectué ses études dans cette ville, il obtient son brevet d'avocat. Il rejoint le département de droit commercial de l'Université de Genève, où il collabore en tant qu'assistant avec les professeurs Rita Trigo Trindade et Henry Peter. En parallèle, il exerce la profession d'avocat au sein de l'étude Baker & McKenzie. Au bénéfice d'une bourse de jeune chercheur du Fonds National Suisse, ses recherches sur les interactions entre les sûretés réelles et la faillite l'ont conduit à Harvard Law School. Il est également l'auteur de publications en droit des sociétés et en droit des marchés financiers.

Thèse no 746 de la Faculté de droit de l'Université de Genève.

Information bibliographique de Die Deutsche Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek a répertorié cette publication dans la Deutsche Nationalbibliografie; les données bibliographiques détaillées peuvent être consultées sur Internet à l'adresse <<http://dnb.ddb.de>>.

Tous droits réservés. Toute traduction, reproduction, représentation ou adaptation intégrale ou partielle de cette publication, par quelque procédé que ce soit (graphique, électronique ou mécanique, y compris photocopie et microfilm), et toutes formes d'enregistrement sont strictement interdites sans l'autorisation expresse et écrite de l'éditeur.

© Schulthess Médias Juridiques SA, Genève • Zurich • Bâle 2004
ISBN 3 7255 4784 X

www.schulthess.com

REMERCIEMENTS

Cet ouvrage, basé sur une thèse soutenue à l'Université de Genève en juin 2003, est le fruit d'un travail solitaire. De nombreuses personnes m'ont toutefois tenu compagnie pendant mes recherches.

Le professeur Henry Peter m'a soutenu en sa qualité de directeur de thèse. Il m'a aidé à gérer cet effort et fournit de précieux conseils et suggestions. Pendant mon assistantat au département de droit commercial, la professeure Rita Trigo Trindade a contribué à me faire comprendre le droit des sociétés anonymes. Les remarques des professeurs Anne Petitpierre, Peter Nobel et Luc Thévenoz, jurés de thèse, m'ont permis d'asseoir ou d'affiner certains développements de cet ouvrage ainsi que leurs articulations.

Parmi mes amis, Frédéric Helbling, avocat à Genève, s'est révélé une source inépuisable de commentaires et de réflexions. Il m'a épaulé pendant l'épreuve, ô combien difficile, de la relecture des premiers jets du manuscrit. Alexandre Richa et Stéphane Rychen, avocats à Genève, m'ont également offert leur soutien tout au long de la rédaction.

Céline Peiretti, D.E.A., assistante au département de droit commercial, m'a témoigné des encouragements sans faille. Elle m'a accompagné dans la réalisation de mes projets sur le plan personnel et intellectuel.

Enfin, Silva et Rashed Bahar, mes parents, ont cautionné ma démarche et m'ont encouragé pendant sa réalisation.

Je tiens à remercier ces personnes, ainsi que toutes les autres, à Genève ou à Harvard Law School, trop nombreuses pour être énumérées ici.

Cambridge, MA, mai 2004

Rashid Bahar



SOMMAIRE

Remerciements	V
Sommaire	VII
Introduction générale	1
§ 1 Présentation de la problématique	1
§ 2 Cadre analytique	3
§ 3 Plan	8
Chapitre 1 Notions et techniques juridiques des fusions et acquisitions	11
§ 1 Définition des fusions et acquisitions	11
§ 2 Typologie des techniques de fusions et acquisitions	18
§ 3 L'équivalence fonctionnelle et ses limites	35
§ 4 Conclusion	39
Chapitre 2 Répartition des compétences	41
§ 1 Introduction	41
§ 2 Répartition entre le conseil d'administration et l'assemblée générale	41
§ 3 Influence du conseil d'administration sur l'assemblée générale	69
§ 4 Rapports entre le conseil d'administration et la direction	74
§ 5 Conclusion	82
Chapitre 3 Devoirs généraux : diligence, fidélité et égalité de traitement	85
§ 1 Introduction	85
§ 2 Devoir de diligence	85
§ 3 Devoir de fidélité	98
§ 4 Devoir d'égalité de traitement des actionnaires	131
§ 5 Conclusion	147
Chapitre 4 Devoirs du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions amicales	149
§ 1 Introduction	149
§ 2 Obligation de vendre la société au plus offrant ?	150
§ 3 Respect de la liberté de choix des actionnaires	162
§ 4 Devoirs précontractuels du conseil d'administration	178
§ 5 Conclusion	185

Chapitre 5 Opposition aux acquisitions : les mesures de défense	187
§ 1 Introduction	187
§ 2 Solutions en droit comparé	193
§ 3 Traitement des mesures de défense en droit suisse	206
Chapitre 6 Devoirs d'information	237
§ 1 Introduction	237
§ 2 Devoirs d'information spontanée	241
§ 3 Information volontaire : <i>investor relations</i>	273
§ 4 Information sur demande	280
§ 5 Limite générale du devoir d'information : le secret des affaires	283
§ 6 Conclusion	292
Chapitre 7 Voies de droit	295
§ 1 Introduction	295
§ 2 Contestation des fusions et acquisitions	296
§ 3 Responsabilité des administrateurs	315
§ 4 Voies de droit administratif	326
§ 5 Conclusion	329
Conclusion générale	331
§ 1 Droit éclaté et lacunaire	331
§ 2 Absence de système de répartition des compétences	332
§ 3 Systématique grâce aux devoirs généraux	333
§ 4 Rôle croissant du droit boursier	334
§ 5 Redéfinition systématique du rôle du conseil d'administration	335
Summary	336
Bibliographie	341
Lois, ordonnances et directives	365
Autres sources officielles (code de bonne conduite, lois modèles, projets de loi, rapports, etc.)	369
Arrêts, décisions et recommandations cités	373
Table des abréviations	383
Table des matières	387

INTRODUCTION GÉNÉRALE

§ 1 Présentation de la problématique

Personne n'est indifférent aux fusions et acquisitions. Les actionnaires les louent ou les dénoncent ; ils y voient tantôt des espoirs de profits exceptionnels, tantôt des risques de pertes désastreuses. Les administrateurs et les dirigeants sociaux y voient la pierre d'achoppement de leur vie professionnelle : grâce à ces opérations, ils peuvent marquer d'un sceau indélébile l'entreprise qu'ils gèrent, occuper le devant de la scène et montrer au public leurs qualités de bâtisseurs d'empire. Les créanciers et les travailleurs craignent leurs conséquences préjudiciables. Les politiciens peuvent tantôt dénoncer des financiers motivés par le seul appât du gain, tantôt louer la force de l'économie et sa capacité de s'adapter aux conditions du marché international...

Sur un plan juridique, l'intérêt porté à ces opérations s'explique aisément : les sociétés commerciales organisent l'activité économique¹. Or, les fusions et acquisitions marquent leur vie. Elles redéfinissent leur essence. Elles impliquent en fait, sinon en droit, une mutation fondamentale : elles modifient la composition du patrimoine et/ou du sociétariat de ces entités, pouvant même conduire à leur dissolution.

Parallèlement, ces opérations s'inscrivent dans une stratégie commerciale. De la même manière qu'une société finance ses activités en utilisant soit le marché des capitaux soit ses propres ressources, elle peut s'agrandir par des fusions et acquisitions ou par un développement interne. En d'autres termes, ces transactions constituent aussi des actes de gestion exceptionnels : d'un geste, elles conduisent au même résultat que des efforts prolongés d'une intensité plus faible, mais concentrent aussi d'innombrables risques et opportunités.

Enfin, les fusions et acquisitions transfèrent la propriété économique d'une entreprise. Comme tout transfert de propriété, elles permettent aux personnes les plus intéressées à posséder un bien de l'acquérir. Économiquement, elles conduisent à une meilleure allocation du patrimoine des sociétés.

¹ Sans nous livrer à des développements excessifs sur les liens entre la forme sociale et la notion d'entreprise, relevons que les sociétés et, en particulier les sociétés anonymes, servent d'outil juridique pour organiser ce complexe de relations entre les différentes personnes qui participent à la production de biens ou de services. Voir la définition de JENSEN/MECKLING (1976), p. 152. Comp. HART (1995), p. 29-30. Voir aussi RUFFNER (2000), p. 127 ss ; HANSMANN (1996), *passim*, notamment p. 22.

La multiplicité propre à ces opérations complique la répartition des pouvoirs au sein de la société anonyme. Selon le modèle classique, d'un côté, les actionnaires réunis en assemblée générale exercent la fonction de constituant et de corps électoral : ils déterminent la structure et nomment les autres organes principaux. De l'autre côté, le conseil d'administration forme l'exécutif : il est chargé de la bonne et fidèle gestion des activités sociales. Or, ce modèle n'est pas adapté au caractère ambivalent des fusions et acquisitions.

Plus encore, lors de ces transactions, ses membres peuvent, en apparence du moins, voir leur boussole s'affoler. Ils sont chargés de gérer les intérêts de la société. Or, celle-ci, par ces opérations, au mieux, se redéfinit et, au pire, se dissout. Dans ces circonstances, ils sont confrontés à des difficultés pour déterminer l'intérêt social.

Après avoir brièvement décrit le contexte, nous proposons d'analyser le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions en répondant à deux questions : premièrement, quelle est sa place lors de ces opérations et, deuxièmement, comment doit-il agir ? Traduite en termes juridiques, cette question appelle une analyse de ses compétences et de ses devoirs.

La problématique n'est pas nouvelle. Depuis plus de cinquante ans, la doctrine et la jurisprudence, en Suisse et ailleurs, s'y intéressent. Il existe néanmoins trois arguments en faveur d'un nouvel examen : premièrement, à notre connaissance, personne n'a, à ce jour, analysé systématiquement le rôle du conseil d'administration lors de l'ensemble des fusions et acquisitions. De nombreuses monographies ont, certes, été publiées sur des questions déterminées, par exemple sur les cessions de contrôle², sur la protection des actionnaires lors des fusions³ ou lors des offres publiques d'acquisitions⁴. En parallèle, toute une littérature décrit en transversale la mécanique des différentes techniques, mais elle ne porte qu'un intérêt relatif à la répartition des pouvoirs⁵.

Deuxièmement, au cours de la dernière décennie, le droit applicable aux fusions et acquisitions a entamé une mutation profonde. Le mouvement a été amorcé, à la fin des années 1980, lorsqu'une vague d'offres publiques d'acquisition partie des Etats-Unis⁶ atteignit la Suisse⁷. En réaction aux abus et dans le but de protéger les investisseurs, le législateur fédéral intervint en soumettant ces opérations à la section 5 de la loi sur les bourses, entrée en vigueur le premier janvier

² Voir notamment HÜNERWADEL (1995) ; Inderbitzin (1993) ; WATTER (1990) ; PETITPIERRE-SAUVAIN (1977).

³ Voir notamment RECORDON (1974) et STEHLI (1975).

⁴ Voir notamment WERLEN (2001) ; FRAUENFELDER (2001) ; BOHRER (1998) ; KUY (1989) ; BEBCHUCK (1982b) ; BEBCHUCK (1982a) ; EASTERBROOK/FISCHEL (1982) ; GILSON (1982) ; EASTERBROOK/FISCHEL (1981) ; GILSON (1981).

⁵ Voir, en Suisse, TSCHÄNI/IFFLAND (2002) ; TSCHÄNI (1991).

⁶ Voir notamment WESTON/SIU/JOHNSON (2001), p. 192 ss.

⁷ Voir le recensement effectué par BOHRER (1998), p. 22.

1998⁸. Ce cadre réglementaire régit le déroulement de cette technique d'acquisition, tant dans la perspective de l'offrant, que dans celle du conseil d'administration de la société visée, remplaçant l'ancien système fondé sur l'autorégulation qui s'était révélé incapable de garantir une certaine équité aux actionnaires, faute de moyens adéquats à l'encontre du conseil d'administration de la cible⁹.

En 1992, à peine le législateur avait-il achevé la révision du droit des sociétés anonymes, amorcée dans les années 1960, que le Département fédéral de justice et police fut obligé de prendre acte des carences liées au droit des fusions (si tant est qu'un tel droit existait)¹⁰. C'est pourquoi il mandata le Prof. VISCHER pour élaborer un avant-projet qui a conduit à la loi sur la fusion adoptée le 3 octobre 2003¹¹. Cet acte propose une réglementation exhaustive des fusions, scissions et transformations de sociétés ou de fondations, ainsi que des transferts de patrimoine. Suivant une approche transversale, il s'applique dans son principe à toutes les formes de sociétés.

Enfin, les réflexions générales sur les mécanismes de *corporate governance*¹² ont redéfini le rôle du conseil d'administration. Cette approche est remarquable non pas à cause des modifications concrètes qu'elle entraîne, mais parce qu'elle introduit dans l'analyse de l'organisation des sociétés l'idée que la forme influence le fond : un processus décisionnel adéquat avec des pouvoirs et des contre-pouvoirs est une condition préalable à une bonne gestion¹³. Dans le domaine des fusions et acquisitions, ce courant conduit à examiner si, en l'état, la répartition des compétences répond à ces impératifs.

§ 2 Cadre analytique

Notre recherche s'inscrit dans le cadre analytique plus général de la société anonyme publique, c'est-à-dire la société anonyme cotée en bourse, dont l'actionnariat

⁸ Lors de la révision du droit des sociétés anonymes, une motion fut déposée pour régler les offres publiques d'acquisition dans le code des obligations. Voir l'art. 751c de la proposition de modifications du code fédéral des obligations en matière de sociétés anonymes du Conseiller aux Etats Kaspar Villiger, B.O.C.E 1988 519. Toutefois, les chambres jugèrent que la proposition n'était pas assez mûre pour être intégrée dans la révision du droit des sociétés anonymes.

⁹ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1269, p. 1289-1290.

¹⁰ Voir VISCHER (1993), *passim*. Voir également le Rapport du Groupe de réflexion droit des sociétés du 24 septembre 1993, p. 60-63, qui énonce déjà les grands principes de la loi sur la fusion.

¹¹ FF 2003 6095, soumis à un délai référendaire au 22 janvier 2004.

¹² La définition du Cadbury Report anglais exprime l'essence de la notion : « *Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled.* » Dans le même sens, voir BÖCKLI (1996a), p. 150. Comp. SHLEIFER/VISHNY (1997), p. 737 et le Code suisse de bonne pratique qui focalisent la problématique sur les relations entre les actionnaires, le conseil d'administration et la direction. Voir notamment sur la problématique de la *corporate governance*, BÖCKLI (2002), *passim*.

¹³ BÖCKLI (2002), p. 761.

est dispersé. Par ailleurs, elle se concentre sur l'analyse du binôme constitué par le conseil d'administration et les actionnaires. Avant d'énoncer notre plan, il nous paraît opportun de consacrer quelques pages à la description de ce contexte général.

I. Société anonyme publique

A. Limitation de l'analyse aux sociétés publiques

La société anonyme suisse, contrairement à ses homonymes français et allemands, se caractérise par sa grande flexibilité. Elle est la « bonne à tout faire » du droit commercial ; les praticiens l'utilisent dans toutes les configurations : de la grande multinationale à la petite entreprise familiale ; de la société immobilière, ne possédant qu'un immeuble, à celle au patrimoine composite ; enfin, de la société anonyme à but lucratif à la société à but idéal en passant par celle à but coopératif¹⁴. Cependant, si elles revêtent toutes le même habit juridique, chacune suscite des problèmes particuliers propres à sa nature. Cette diversité rend difficile, sinon impossible, une analyse complète de l'ensemble de toutes ces variantes.

Notre étude se limite aux sociétés publiques sans aborder celles contrôlées par un cercle restreint d'actionnaires et, plus précisément, au rôle du conseil d'administration de sociétés cotées à la SWX Swiss Exchange¹⁵. Par ailleurs, notre société anonyme de référence exploite une entreprise de taille moyenne à importante ; nous ne nous intéresserons donc pas aux purs véhicules patrimoniaux, dont le seul but est de détenir des actifs sans exercer une activité commerciale ou industrielle¹⁶. De même, nous excluons du champ de notre analyse les petites et moyennes entreprises, les sociétés familiales ou les *start-ups*.

La séparation entre la contribution au capital et la gestion est en effet la plus marquée au sein de la société publique. BERLE ET MEANS ont caractérisé cette configuration comme une séparation entre le contrôle et la propriété¹⁷. Nous supposons un actionariat dispersé dont aucun membre ne peut influencer la formation de la volonté sociale. Parfois, nous assouplirons ce modèle, pour y inclure des actionnaires plus ou moins importants, par exemple un actionnaire de contrôle capable de déterminer la gestion courante ou des actionnaires de référence qui,

¹⁴ BÖCKLI (1996), nos 39 ss ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 2, nos 3–4.

¹⁵ Nous n'examinerons cependant pas le statut des *blue chips* cotés à la SXW Swiss Exchange, mais qui sont négociés sur la plateforme VIRT-X basée à Londres et, par conséquent, sujets aux règles de marché britanniques. Voir VIRT-X Regulatory Environment du 3 mai 2002 ; NOBEL/BLAIR/SCHÖNHOLZER (2001), *passim* ; MALACRIDA (2001), *passim*.

De même, nous n'examinerons pas le statut de sociétés suisses dont les titres sont cotés sur d'autres bourses.

¹⁶ Nous ne nous intéressons donc pas aux sociétés immobilières, aux sociétés d'investissements et aux holdings à moins qu'elles ne participent à la gestion de leurs filiales.

¹⁷ BERLE/MEANS (1932).

sans pouvoir exercer le contrôle, détiennent une participation suffisante pour se faire entendre.

Compte tenu de la taille de la société, une division du travail s'impose dans ce modèle et, par conséquent, le conseil d'administration délègue une partie de la gestion des affaires sociales à une direction professionnelle, pouvant comprendre des administrateurs et choisie pour ses compétences et non sa participation au capital social.

B. Vers un droit des sociétés cotées

Malgré cette diversité, le droit des sociétés anonymes forme un ensemble : toutes les sociétés anonymes sont sujettes aux mêmes règles. Seules quelques rares dispositions légales reflètent leur diversité¹⁸. Néanmoins, la jurisprudence a quelque peu assoupli ce principe : elle tient compte, lors de l'application de certaines règles, de caractéristiques factuelles¹⁹.

Depuis son entrée en vigueur, la loi sur les bourses a révolutionné cette approche unitaire. Les sociétés cotées sont désormais contraintes par l'intermédiaire des bourses à fournir une information plus dense aux investisseurs. Elles doivent leur garantir transparence et égalité de traitement²⁰. De plus, le droit boursier régit le déroulement des offres publiques d'acquisition et s'intéresse non seulement aux rapports entre l'offrant et ses destinataires, mais aussi au fonctionnement de la société visée. Par ce biais, il s'immisce au sein de la répartition des pouvoirs entre les organes sociaux et leur prescrit certains devoirs²¹. Sous le couvert d'un régime administratif de surveillance du marché, il régit le cœur même du droit des sociétés anonymes ; il modifie le système de *corporate governance*.

¹⁸ Les règles sur le transfert d'actions nominatives liées (art. 685a ss CO), les exigences de qualifications des réviseurs (art. 727b CO) et de transparence des comptes (art. 697h al. 1 CO) constituent les principales exceptions à ce principe. La loi sur la fusion introduit des allègements pour les petites et moyennes entreprises indépendamment de leur forme. Il en va de même pour le projet de LECCA qui préconise un cadre comptable différent selon leur importance économique.

¹⁹ Par exemple, la jurisprudence considère qu'il est plus aisément admissible de reconnaître l'existence de justes motifs de dissolution dans une petite société, que dans une grande société, en raison du caractère personnaliste plus marqué des premières. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 22 mai 1979, *Togal c. Schmidt*, ATF 105 II 114, JT 1980 I 86, consid. 2, p. 89. Inversement, la suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires est admise plus facilement dans les grandes sociétés cotées, que dans les petites, car, dans ces dernières, les actionnaires ont un intérêt plus marqué à voter et, de surcroît, ne peuvent remédier à une dilution de leur droit de vote en achetant des actions sur le marché. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision AG*, ATF 121 III 219, JT 1996 I 162, consid. 7b et 7c, p. 178.

²⁰ Voir l'art. 8 LBVM qui exige que les bourses autorisées en Suisse soient dotées d'un règlement de cotation conforme aux standards internationaux et garantissant la transparence nécessaire aux investisseurs.

²¹ Voir l'art. 29 al. 2 LBVM et 30 LBVM.

Ce phénomène a conduit la doctrine récente à parler de l'apparition d'un droit suisse des sociétés cotées en bourse, comme sous-catégorie de celui de la société anonyme classique²², que nous approfondirons lors de notre analyse des fusions et acquisitions.

II. Relations entre le conseil d'administration et les actionnaires

Notre étude se concentre sur les relations entre le conseil d'administration et les actionnaires. Elle ne se penche pas sur leurs rapports avec les autres parties prenantes, comme les créanciers et les travailleurs, non parce que ces derniers n'ont pas d'intérêts propres, mais parce qu'un tel examen dépasse le cadre de cet ouvrage. En nous focalisant sur les rapports entre le conseil d'administration et les actionnaires, nous serons mieux à même d'appréhender deux questions cruciales pour les sociétés anonymes publiques : les problèmes d'action collective et de coûts d'agence.

A. Problème d'action collective

Le problème d'action collective résulte de l'existence d'un actionnariat dispersé. Formulé initialement pour décrire le fonctionnement d'institutions politiques²³, il décrit comment un groupe aboutit à un résultat inefficace et irrationnel, alors que chaque individu agit de manière rationnelle. Par exemple, dans les sociétés publiques, les actionnaires, dispersés, n'utilisent pas leur droit de vote et ne s'informent pas pleinement des décisions à prendre.

Ce raisonnement est irrationnel d'un point de vue collectif : s'ils agissaient autrement, ils feraient de meilleurs choix, profitables à tous. Toutefois, ce comportement s'explique parfaitement à l'échelle individuelle : comme un seul vote n'influence pas l'issue finale à l'assemblée générale, chacun peut s'abstenir et s'épargner les efforts nécessaires pour s'informer grâce au travail des autres. Généralisée, cette stratégie aboutit à un abstentionnisme ou, du moins, à une sous-information volontaire²⁴.

Ce phénomène est appelé «apathie rationnelle». Il existe, certes, des moyens de l'atténuer, mais ces solutions engendrent d'autres questions. Par exemple, conférer des pouvoirs de représentation aux dépositaires en matière de droit de vote a pour

²² Voir notamment NOBEL (1998a), *passim*. NOBEL (1997a), *passim* ; NOBEL (1996), *passim* ; VON BÜREN/BÄHLER (1996), *passim*.

²³ Voir notamment BUCHANAN/TOLLOCK (1962), *passim* ; OLSON (1965), *passim*.

²⁴ Voir la démonstration formelle d'Olson (1965), p. 22-36, selon laquelle, plus le groupe est dispersé, moins il sera à même de produire une quantité optimale de biens publics.

effet de leur donner un pouvoir de fait et entraîne des risques d'abus²⁵. Il en va de même si l'on recourt aux actionnaires institutionnels actifs²⁶.

B. Coûts d'agence

L'autre problème des grandes sociétés est celui des coûts d'agence. Les actionnaires nomment en effet les membres du conseil d'administration pour gérer la société et la qualité de cette activité détermine les résultats de la société. Or, ces derniers peuvent librement décider de la qualité des efforts fournis sans que les premiers puissent le vérifier. Par conséquent, en l'absence de garde-fous, ils préféreront gérer la société avec pour objectif la maximisation de leur propre utilité plutôt que de se soucier des intérêts des actionnaires²⁷.

Concrètement, ils peuvent, tout simplement, travailler avec moins d'ardeur²⁸, effectuer des dépenses somptuaires pour leur confort, soigner leur image personnelle plutôt que l'intérêt social²⁹ ou encore investir en fonction de leur profil de risque (et non de celui de la société)³⁰. Ce coût brut peut, certes, être atténué par des mécanismes de surveillance, comme la responsabilité des organes, mais ils engendrent à leur tour un coût supplémentaire³¹.

C. *Corporate governance* comme solution

Tant les problèmes d'action collective que les coûts d'agence sont un moindre mal : les premiers résultent d'un financement par le public, tandis que les seconds d'une gestion professionnelle. Néanmoins, une meilleure définition du rôle du conseil d'administration minimise leurs conséquences.

Pour cette raison, notre thèse s'inscrit dans la problématique plus large de la *corporate governance* qui se situe à la frontière entre le droit et l'économie. Elle s'intéresse au bon fonctionnement des sociétés par des moyens tant juridiques³²

²⁵ Voir notamment RUFFNER (2000), p. 493 ss.

²⁶ Voir notamment RUFFNER (2000), p. 436 ss.

²⁷ EASTERBROOK/FISCHEL (1991), p. 172 ; GILSON (1981), p. 837, qui distingue entre un management inefficace et un management qui s'approprierait les revenus incombant à la société ; JENSEN/MECKLING (1976), p. 54. JENSEN a légèrement reformulé cette problématique. Les coûts de représentation résulteraient du *free cash-flow* soit des flux de liquidités disponibles. Dans la mesure où le management peut couvrir les dépenses courantes et les investissements, il n'a guère intérêt à accroître les revenus de l'entreprise ou des actionnaires. Alors, l'emploi d'emprunts – par exemple dans le cadre d'un leveraged *buy-out* (une acquisition financée par emprunts) – peut servir à discipliner le management dans un but productif. JENSEN (1988), *passim* ; JENSEN (1986), *passim*.

²⁸ HOLMSTROM/TIROLE (1989), p. 88 ; JENSEN/MECKLING (1976), p. 54.

²⁹ JENSEN (1986), *passim*.

³⁰ RUFFNER (2000), p. 218 ; HOLMSTROM/TIROLE (1989), p. 89 ; JENSEN/MECKLING (1976), *passim*.

³¹ RUFFNER (2000), p. 217 ; COOTER/FREEDMAN (1991), p. 1059 ss ; JENSEN/MECKLING (1976), *passim*.

³² L'art. 716a CO, qui définit les compétences intransmissibles et inaliénables du conseil d'administration, constitue le cœur du système suisse de *corporate governance*. BÖCKLI (1996a), p. 152 ss.

qu'économiques³³ ou sociaux³⁴. Certaines fusions et acquisitions ont pour effet sinon pour but d'améliorer leur fonctionnement et de réduire certains aspects du conflit d'agence ou du problème de l'action collective. Nous devons donc examiner ces opérations, non seulement comme actes de gestion, mais aussi comme outils de gestion.

Cette ouverture sur l'analyse économique du droit des sociétés nous invite aussi à comparer les solutions élaborées dans d'autres ordres juridiques. Bien que nous n'ayons pas l'ambition de procéder à un examen systématique du droit comparé, les problèmes et les solutions liés aux fusions et acquisitions dépassent les frontières. Les approches retenues ailleurs permettent de nourrir une réflexion critique et, le cas échéant, d'inspirer le droit suisse là où il fait preuve de faiblesses.

§ 3 Plan

Notre thèse a pour objet d'analyser et définir en termes systématiques le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions. Cette problématique en cache une autre plus fondamentale : que sont ces opérations ? Le droit suisse ne les définit pas, alors que la pratique les perçoit comme un ensemble cohérent. Ce silence conduit à une diversité des sources et des règles applicables. Il n'existe pas un droit des fusions et acquisitions, mais un amalgame épars d'actes législatifs. Cette dispersion pose des problèmes, puisqu'elle régit différemment des transactions aboutissant au même résultat économique. Elle conduit à des incohérences, eu égard à l'équivalence fonctionnelle entre les différentes techniques. Notre thèse constitue donc avant tout une réflexion systématique sur les normes applicables aux fusions et acquisitions, une esquisse d'un droit systématique.

Notre grille de lecture suit le rôle du conseil d'administration, décomposée en deux questions : premièrement, quelle est sa place lors de ces opérations et, deuxièmement, comment ses membres doivent-ils agir ? Traduit en termes juridiques, on l'a déjà dit, leur rôle se définit par des compétences et des devoirs. Les premières décrivent quand le conseil d'administration peut prendre des décisions. Les seconds définissent comment ses membres doivent exercer ces compétences et limitent leur libre-arbitre.

Nous examinerons ces obligations en deux temps : nous commencerons par les règles générales, avant de nous pencher sur les spécifiques (notamment les princi-

³³ La rémunération des dirigeants peut les inciter à une bonne gestion des intérêts sociaux. Voir SHLEIFER/VISHNY (1998), p. 744–745.

³⁴ BURKHALTER (2001), p. 230 ss. Par exemple, la réputation est un mécanisme de *corporate governance*. Voir VON DER CRONE (2000b), *passim*.



pes applicables à la négociation d'acquisitions amicales et aux mesures de défense ainsi que les devoirs d'information). Nous concluons enfin par un bref survol des différentes voies de droit ouvertes aux actionnaires.

CHAPITRE 1 NOTIONS ET TECHNIQUES JURIDIQUES DES FUSIONS ET ACQUISITIONS

§ 1 Définition des fusions et acquisitions

I. Notion de fusions et acquisitions

A. Généralités

En droit suisse, la loi ne traite pas de façon homogène les fusions et acquisitions. C'est sans doute pourquoi elle ne définit pas cette notion, contrairement à la pratique qui utilise ce terme ou son homologue anglais de *mergers & acquisitions*³⁵. Ce vocable englobe un état de fait changeant qui se concentre, tantôt sur le transfert du contrôle d'un groupe à un autre³⁶, tantôt sur la réunion de deux entreprises³⁷. Il se réfère à l'ensemble des techniques juridiques qui permettent de réaliser deux objectifs économiques ambivalents, mais non contradictoires : soit réunir deux ou plusieurs entreprises, soit transférer le contrôle.

En pratique, les fusions et acquisitions mélangent ces deux éléments à des degrés variables : tantôt l'opération tend davantage à rapprocher deux entreprises qu'à transférer le contrôle, tantôt c'est le contraire³⁸. Cette distinction est donc artificielle, mais pour clarifier notre propos, cependant, nous examinerons ces deux composantes séparément.

B. Technique de prise de contrôle

La doctrine définit l'acquisition d'entreprise (*Unternehmensübernahme*) comme une prise de contrôle avec ou contre le gré de ses détenteurs antérieurs³⁹. La notion

³⁵ Voir notamment la série de séminaires *Mergers & Acquisitions* organisés par l'Europa Institut Zürich en 1998, 1999, 2000 et 2001.

³⁶ Voir Tschäni (1998b), p. 4 ; Tschäni (1991), § 1, no 1 ; Bernet (1998), p. 8 s, qui reprend la définition de Tschäni (1991) ; Watter (1990), no 43. Voir Petitpierre-Sauvain (1977), *passim*, dont le titre de la thèse, *La cession de contrôle, mode de cession de l'entreprise*, exprime l'idée que l'acquisition d'entreprise gravite autour du noyau constitué par le contrôle.

³⁷ Voir Peter (1999a), p. 109 s., qui décrit les fusions et les fusions improprement dites (une forme de cession d'entreprise) et Ruedin (1999), no 2138 qui évoque les concentrations d'entreprises, mais qui néanmoins focalise sa définition sur la perte d'indépendance économique et juridique d'une société.

³⁸ Frei (1996b), p. 7 ; Tschäni (1991), § 1, no 1.

³⁹ Werlen (2001), p. 12 ; Tschäni (1998b), p. 4 ; Frei (1996b), p. 7 ; Tschäni (1991), § 1, no 1 ; Watter (1990), no 44.

de «contrôle» correspond au droit de propriété, au sens économique du terme, sur une entreprise⁴⁰. Elle recouvre, selon une définition proposée par PETITPIERRE-SAUVAIN, «le pouvoir que détiennent certaines personnes d'imposer leur volonté à une société et de la faire agir à leur gré». Elle implique «le pouvoir de jouir et de disposer du patrimoine social comme le ferait un propriétaire [individuel]»^{41/42}.

Par exemple, lorsqu'un tiers acquiert une participation majoritaire dans une société, il en prend le contrôle, peu importe la technique utilisée, acquisition d'un paquet d'actions ou offre publique d'acquisition. Il peut alors déterminer la volonté de celle-ci ; il la contrôle. De même, lorsqu'un acquéreur achète directement les actifs et passifs d'une entreprise, il devient propriétaire de son patrimoine et le vendeur lui cède le contrôle. Il y a aussi une prise de contrôle, lorsqu'une petite société détenue par un cercle restreint d'actionnaires fusionne avec une grande. Bien que les actionnaires de la première deviennent actionnaires de la seconde, ils ne contrôlent pas la société absorbante. Ils abandonnent le contrôle de leur entreprise aux actionnaires majoritaires de la grande ou, à défaut, à un sociétariat diffus.

C. Technique de regroupement d'entreprises

Toutes les opérations de fusions et acquisitions ne transfèrent pas le contrôle : lorsque deux sociétés publiques de taille comparable fusionnent, la transaction n'a pas d'incidence sur ce plan. L'actionnariat reste dispersé et le contrôle diffus⁴³. Toutefois, cette fusion a pour conséquence de réunir des entreprises.

En généralisant, les fusions et acquisitions peuvent aussi être appréhendées comme des techniques de regroupement d'entreprises (*Untnehmenszusammen-*

⁴⁰ HART (1995), p. 29–30, définit le droit de propriété sur une ressource comme le *residual control right*, c'est-à-dire le droit d'utiliser librement une ressource dans la mesure où ce droit n'a pas été restreint par des contrats ou par la loi, et le *residual claim*, c'est-à-dire le droit de s'approprier librement tous les revenus qui n'ont pas été attribués à des tiers par des contrats ou par la loi.

⁴¹ PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 11 et 12. Dans le même sens, PETER (1999b), p. 3, précise que le contrôle réside dans le « *pouvoir de domination exercé sur une société* » ; WATTER (1990), no 138, et FREI (1996), p. 117, définissent le contrôle comme la capacité d'influencer la gestion de la société. Voir § 1.08 Principles of Corporate Governance et la définition du § 160(a) California General Corporation Law : « (...) *control* means the possession, direct or indirect, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a corporation. »

⁴² Généralement, le contrôle s'entend du pouvoir exercé par un actionnaire ou plusieurs sur la société, en influençant la gestion de celle-ci. Nous suggérons plutôt d'utiliser le terme «contrôle» comme la capacité de prendre les décisions concernant l'utilisation d'actifs. Par conséquent, selon notre définition, il y a transfert de contrôle non seulement lorsqu'une personne prend le contrôle sur une société par une prise de participation, mais aussi lorsqu'elle prend le contrôle par l'acquisition du patrimoine de la société.

⁴³ Voir les considérants de *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990) qui distinguent la cession de contrôle de la fusion de sociétés publiques d'importance égale, parce que la seconde ne transfère pas le contrôle.

schluss)⁴⁴. Deux entreprises indépendantes se réunissent et ne forment plus qu'une entité économique.

La cession de contrôle n'est donc pas une étape incontournable du regroupement d'entreprises. D'ailleurs, le rapprochement de deux sociétés publiques peut seulement intégrer l'actionnariat d'une société au sein de l'autre. Dans ce cas, l'actionnariat s'élargit, mais reste dispersé. Le contrôle des actionnaires sur la direction demeure tout aussi diffus⁴⁵.

D. Opérations mixtes

La distinction entre cession de contrôle et regroupement d'entreprises est artificielle : en pratique, il est impossible de catégoriser une opération. Chaque transaction présente des traits mixtes. Souvent, la volonté de regrouper deux entreprises détermine la prise de contrôle. Une société prend le contrôle d'une autre afin de l'intégrer dans ses activités. Dans ce cas, la prise de contrôle est une technique de regroupement d'entreprises.

En d'autres termes, les fusions et acquisitions regroupent un ensemble de techniques de restructuration de sociétés, c'est-à-dire, selon la définition de PETER, «*l'ensemble des opérations dont le but est de modifier la structure de l'entreprise ou sa forme juridique*»⁴⁶. Elles changent la structure d'une société. Elles modifient la composition de son patrimoine et/ou de son sociétariat.

Le regroupement d'entreprises change la composition du patrimoine : il conduit à exploiter un fonds de commerce plus important. La cession de contrôle modifie la répartition des droits de propriété : les actionnaires perdent tout ou partie de leur capacité à influencer la gestion. En synthèse, les fusions et acquisitions permettent d'une part, de transférer le contrôle d'une entreprise et, d'autre part, de regrouper des entreprises. Comme l'illustre le tableau suivant, ces deux composantes se combinent à des degrés plus ou moins élevés lors de tout type d'opération.

⁴⁴ WERLEN (2001), p. 12 ; GUHL/KOLLER/SCHNYDER/DRUEY (2000), § 78, nos 4 et 9 ; TSCHÄNI (1998b), p. 4 ; MEIER (1986), no 4 ; TSCHÄNI (1991), § 1, no 1. Cette définition est également sous-jacente chez CUENDET (1974), p. 18-19, et PETER (1999a), p. 109.

⁴⁵ Voir l'état de fait de *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

⁴⁶ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ (1998), § 24, no 8 ; PETER (1999a), p. 103. Voir RUEDIN (1999), no 2137, qui utilise le terme de « mutations ».

Classification schématique de certaines fusions et acquisitions

	Transfert de contrôle	Absence de transfert de contrôle
Regroupement d'entreprises	<ul style="list-style-type: none"> • Fusion entre une société publique et une société fermée • Acquisition d'actions contre des espèces par une société concurrente • Acquisition d'actifs et passifs contre des espèces 	<ul style="list-style-type: none"> • Fusion entre deux sociétés sans modification du contrôle • Acquisition d'actions sans modification du contrôle de la société acquise (certaines offres publiques d'échange)
Pas de regroupement d'entreprises	<ul style="list-style-type: none"> • Acquisition d'actions par des personnes qui n'exploitent pas une entreprise • Acquisition d'actifs et passifs par des personnes qui n'exploitent pas une entreprise • Fusion entre une société opérationnelle et une pure société holding qui entraîne une prise de contrôle 	

II. Droit applicable aux fusions et acquisitions

A. Droit des contrats

Toutes les fusions et acquisitions sont fondées sur un contrat : une vente ou un échange⁴⁷, lors d'acquisitions d'actions ou de patrimoine ; un contrat de fusion, lors de fusions⁴⁸ ; un contrat de scission, lors de scissions aux fins de reprise⁴⁹.

Même les offres publiques d'acquisition reposent sur un fondement consensuel. Derrière leur façade de droit boursier se cache une offre au sens de la partie

⁴⁷ Voir TERCIER (1995), no 445.

⁴⁸ Voir MEIER (1986), *passim* ; CUENDET (1974), *passim*. Voir également l'art. 13 LFus.

⁴⁹ Art. 36 LFus.

générale du code des obligations⁵⁰ ou, plus précisément, de nombreuses offres standardisées⁵¹, présentées publiquement⁵². Le droit des obligations aurait pu régir seul ce type d'acquisitions, qui s'est d'ailleurs développé spontanément sur une base contractuelle⁵³. Le législateur n'est pas intervenu pour remédier à l'inefficacité de cet instrument, mais afin de restreindre la liberté d'action des offrants et d'empêcher les abus⁵⁴.

B. Droit des sociétés

Le droit des contrats règle la mécanique des fusions et acquisitions, tandis que le droit des sociétés en régit l'objet. Ce dernier s'intéresse à ces opérations, parce qu'elles regroupent des entreprises ou en transfèrent le contrôle, modifiant la structure même de la société, de son patrimoine ou de son actionnariat. Il gère l'acquisition et la perte du sociétariat, la fusion et la scission. Il définit les attributions des différents organes lors de ces transactions. Il répartit la compétence décisionnelle et attribue les pouvoirs de représentation. De même, il organise le pouvoir de la société et de ses organes à s'opposer à une prise de contrôle⁵⁵.

Plus encore, il protège les actionnaires et les créanciers lors de ces transactions : par exemple, il donne aux seconds le droit d'obtenir le remboursement de leurs créances ou, du moins, des sûretés lors de certaines fusions et de scissions⁵⁶ et donne aux premiers le droit de participer à certaines opérations⁵⁷, leur conférant notamment des droits d'information afin que leur décision soit éclairée⁵⁸.

C. Droit boursier

Le droit boursier intervient à deux titres lors des fusions et acquisitions : il garantit l'information des investisseurs⁵⁹ et régit les offres publiques d'acquisition.

⁵⁰ Art. 1 CO.

⁵¹ SCHLUEP (1990), p. 202.

⁵² Art. 8 CO. PETER (1999c), p. 4.

⁵³ PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 56.

⁵⁴ *Ibid.* Dans le même sens, PETER (1990b), p. 156.

⁵⁵ IFFLAND (2000), p. 127 ; TSCHÄNI (1994), p. 310 ; MEIER-SCHATZ (1992), p. 62 ss ; MEIER-SCHATZ (1992), p. 107.

⁵⁶ Art. 25 LFus, art. 46 LFus.

⁵⁷ Voir *infra* chapitre 1 § 2.

⁵⁸ Voir *infra* chapitre 6.

⁵⁹ Selon la loi sur les bourses, le règlement de cotation des bourses doit répondre aux standards internationaux relatifs notamment aux informations que les investisseurs doivent recevoir. Ces informations comprennent toutes les données nécessaires à l'appréciation des caractéristiques des valeurs mobilières et la qualité de l'émetteur. Art. 8 al. 1, 2 et 3 LBVM. Voir la section IV relative aux conditions du maintien de la cotation du règlement de cotation et en particulier l'art. 72 RC sur la publicité événementielle.

Il comble les lacunes du droit des obligations et du droit des sociétés. Le marché des capitaux se caractérisant par l'intermédiation des institutions financières et la standardisation des transactions, les instruments classiques du droit privé perdent leur tranchant. Dans cet environnement anonyme, le paradigme de la négociation au cœur du droit des contrats n'opère plus et le droit des sociétés ne protège que les actionnaires et non les investisseurs acheteurs ou vendeurs⁶⁰.

Le droit boursier instaure un régime de droit public basé sur la réglementation et la surveillance de l'administration publique ou d'organisations privées⁶¹. La bourse veille au respect des obligations d'information des émetteurs et la Commission des OPA, sous la haute surveillance de la Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques, au respect du droit des offres publiques d'acquisition.

Ce cadre réglementaire poursuit un double but⁶² : d'une part, il garantit aux investisseurs la transparence et l'égalité de traitement sur les marchés⁶³ et la loyauté des offres publiques d'acquisitions⁶⁴. D'autre part, il protège la fonction du négoce de valeurs mobilières. Autrement dit, il protège le système financier en tant que mécanisme d'allocation des ressources⁶⁵.

⁶⁰ VON DER CRONE / IFFLAND (2000), p. 64 ; STRAZZER (1993), p. 24.

⁶¹ TSCHÄNI/OERTLE (1999), Vorbemerkungen zu Art. 22–30 LBVM, no 3 ; VON DER CRONE (1994b), p. 30.

⁶² La principale conséquence de cette distinction se situe au niveau de la responsabilité civile en cas de violation de ces normes.

⁶³ Voir l'art. 1 LBVM et art. 1 OOPA. Selon le Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I p. 1281–1282, no 151 :

« Celui qui passe des ordres de bourse le fait en admettant que leur exécution par les négociants ou que la formation des cours à la bourse auront lieu conformément au principe de la bonne foi. L'investisseur doit donc être protégé contre des pratiques lui causant un préjudice. »

En revanche, la loi ne protège pas les investisseurs contre les pertes financières. Les chambres ont modifié le projet de loi pour préciser que le but de protection des investisseurs portait sur la transparence et l'égalité de traitement par opposition à la sécurité des placements. HIRSCH (1998), p. 40. Voir les débats parlementaires, en particulier B.O.C.E. 1993 1001. Voir cependant, BOHRER (1998), § 8, no 3, qui voit plutôt une répartition des rôles entre le droit des sociétés et le droit boursier, le second n'intervenant que lorsque le premier est épuisé.

⁶⁴ Ce but n'est exprimé dans la loi que de manière implicite. Selon l'art. 1 LBVM, elle a pour but de garantir la transparence et l'égalité de traitement des investisseurs. Toutefois, en matière d'offres publiques d'acquisition, l'art. 28 lit. c LBVM et l'art. 1 OOPA font référence au principe de loyauté. De plus d'autres normes, notamment les art. 27, 29 al. 2 et 30 LBVM, concrétisent ce but. HIRSCH (1998), p. 40, regroupe les questions de transparence et d'égalité de traitement sous la coupe du principe de loyauté. Voir TSCHÄNI/OERTLE (1999), Vorbemerkungen zu Art. 22–30 LBVM, no 2 ; BOHRER (1998), § 8, no 7 ; VON DER CRONE (1996), p. 45 ; Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1289, ch. 164. Selon IFFLAND/VAISY (2000), p. 127, les normes sur les offres publiques d'acquisition contenues dans la LBVM appartiennent tantôt au droit des sociétés, tantôt au droit boursier.

⁶⁵ VERLEN (1995), p. 273. Pour reprendre les termes du Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1282–1283, ch. 152, la protection du marché vise la protection de la confiance collective en son bon fonctionnement. En particulier, les bourses doivent donner la garantie d'un déroulement régulier des transactions et d'une formation des cours efficiente. Cette protection s'étend également au bon fonctionnement du marché du contrôle social. Voir MEIER-SCHATZ (1996), p. 110.

D. Autres sources

Parallèlement aux normes évoquées ci-dessus, de nombreuses autres législations s'appliquent lors des fusions et acquisitions : le droit de la concurrence empêche toute restriction indésirable de la concurrence par une prise de contrôle. Le droit du travail protège les travailleurs. D'autres sources plus disparates, par exemple le droit pénal, la loi fédérale sur la concurrence déloyale⁶⁶ ou la loi fédérale sur l'acquisition d'immeubles par des personnes à l'étranger, entrent aussi en jeu⁶⁷. *Last but not least*, le droit fiscal empêche certaines techniques d'acquisition et en encourage d'autres.

E. Diversité dans l'application des sources

Malgré la diversité des sources, les fusions et acquisitions ne sont pas sujettes à un cadre légal uniforme. Des normes différentes s'appliquent selon la technique choisie. Même le mode de réglementation change d'une opération à l'autre.

Ainsi, le droit des sociétés régit quasi-exclusivement les fusions : il détermine le déroulement de l'opération, le transfert du patrimoine et du sociétariat et instaure des mesures de protection des actionnaires et des créanciers. A l'inverse, le droit des contrats et les droits réels règlent l'acquisition d'actifs et passifs, le droit des sociétés n'intervenant qu'afin de protéger les actionnaires. Enfin, le droit boursier régit à titre principal les offres publiques d'acquisition.

Cette constellation de sources suscite des problèmes : elle complexifie ces opérations et accroît les risques d'incompatibilité⁶⁸. Ces normes poursuivent des buts différents, parfois contradictoires. Elles opèrent selon des paradigmes différents : les fusions sont ancrées dans celui de la protection de l'actionnaire par des droits sociaux, ignorant l'existence du marché des capitaux et ses conséquences sur le fonctionnement des sociétés. A l'autre extrême, les acquisitions de patrimoine sont régies comme des ventes commerciales ordinaires. Les règles sur la protection des actionnaires y sont rares et celles en faveur des investisseurs ou sur les aspects organisationnels de la transaction inexistantes.

Les offres publiques d'acquisition bénéficient d'une réglementation plus complète : leur cadre de droit boursier traite des aspects tant contractuels que sociaux. Néanmoins, il ne s'intéresse qu'aux actionnaires de la société visée, sans se préoccuper de ceux de l'offrant.

En synthèse, la réglementation s'éparpille autour d'axes différents, bien que la transaction aboutisse toujours au même résultat. Ce droit éclaté conduit à des so-

⁶⁶ DUBS (1995), *passim* ; SCHLUEP (1990), *passim* ; SCHLUEP (1988), *passim*.

⁶⁷ HIRSCH (1998), p. 40.

⁶⁸ Voir VON BÜREN (1998), sur l'incompatibilité entre droit des sociétés et droit de la concurrence ainsi que l'effort de planification qu'elle requiert.

lutions peu systématiques et parfois lacunaires : les acteurs peuvent choisir une technique pour éviter l'application de règles trop rigides. Les normes protectrices sont ainsi réduites à néant. Une approche plus cohérente des fusions et acquisition s'impose par conséquent. Toutefois, avant de proposer une nouvelle définition du rôle du conseil d'administration, nous allons examiner les différentes techniques existantes.

§ 2 Typologie des techniques de fusions et acquisitions

I. Introduction

Les fusions et acquisitions ne forment pas un ensemble homogène. Elles gravitent entre deux pôles : tantôt elles transfèrent le contrôle, tantôt elles regroupent des entreprises, sans se laisser ranger dans une seule catégorie. Un droit flexible doit donc répondre à cette hétérogénéité et offrir aux acteurs économiques une large panoplie de techniques⁶⁹. L'ordre juridique suisse satisfait cette demande par la palette examinée dans cette section. Traditionnellement, la doctrine distingue deux modes de fusions et acquisitions⁷⁰ :

- Les *acquisitions de patrimoine*. L'acquéreur obtient directement la propriété du patrimoine de l'entreprise qu'il intègre juridiquement et économiquement au sien. Les acquisitions d'actifs et passifs et, dans une certaine mesure, les fusions et les scissions constituent des exemples de ces opérations⁷¹.
- Les *acquisitions d'actions*. L'acquéreur prend le contrôle d'une société qu'il regroupe avec la sienne par une direction commune. Typiquement, il réalise ces transactions par des achats en bourse, des acquisitions hors bourse de paquets d'actions ou une offre publique d'acquisition.

Par ailleurs, deux autres techniques permettent aussi de réaliser des fusions et acquisitions au sens large :

- La *formation de syndicats d'actionnaires*. Ces contrats organisent l'exercice commun des droits de vote des membres du syndicat. Par ce biais, plusieurs actionnaires indépendants peuvent acquérir en commun le contrôle d'une société⁷².

⁶⁹ PETER (1999a), p. 110 et 112 ; GILSON/BLACK (1995), p. 8 ss ; WATTER (1990), nos 28–32.

⁷⁰ TSCHÄNI (1998b), p. 3.

⁷¹ A strictement parler, les fusions et les scissions ne règlent pas l'acquisition d'un patrimoine, car elle unissent ou séparent des sociétés et, plus particulièrement, des patrimoines et des droits de sociétariat qui leurs sont liés. Néanmoins, dans un souci de classification, nous assimilons ces opérations aux acquisitions de patrimoine.

⁷² Voir notamment, HINTZ-BÜHLER (2001) ; FORSTMOSER (1988) ; PATRY (1971). Dans une véritable société publique, l'actionariat est souvent trop dispersé pour qu'un groupement partiel suffise à exercer le contrôle. Toutefois, si la société dispose de quelques actionnaires de référence, ces derniers peu-

- Les *proxy fights*. Au moyen d'une campagne électorale, un actionnaire opposé à l'administration en place propose à l'assemblée générale de la société de remplacer le conseil d'administration⁷³ et peut ainsi prendre le contrôle. Son pouvoir est cependant précaire : toute personne disposée à mener un *proxy fight* peut, à son tour, le remettre en question⁷⁴.

Ces différentes techniques ne s'excluent pas mutuellement. Elles peuvent même se combiner. Par exemple, une société peut acquérir l'entier du capital d'une autre par le biais d'une acquisition d'actions et, dans un second temps, intégrer le patrimoine de la cible par une fusion. Ce procédé «sort» les actionnaires de la société acquise et fusionne deux sociétés, résultat irréalisable autrement. De même, un ofrant appuie souvent une acquisition d'actions par un *proxy fight*, afin de supprimer les mesures de défense ou de remplacer un conseil d'administration hostile⁷⁵.

II. Fusion

La fusion est l'opération par laquelle deux ou plusieurs sociétés se fondent en une seule sans liquidation⁷⁶. Elle transfère les actifs, les passifs et les membres d'une société à une autre. De ce fait, la première est dissoute sans liquidation⁷⁷, mais sa substance se perpétue au sein de la société reprenante.

1. Continuité du patrimoine

La fusion transfère *ipso jure* l'ensemble des actifs et passifs de la société reprise à la société reprenante⁷⁸. Cette transmission se produit par succession universelle⁷⁹. Dérivant ainsi au principe de la spécialité applicable en droit réel, elle permet le

vent se regrouper et, profitant de l'inactivité des autres, contrôler la société sans même nécessairement détenir la majorité absolue des droits de vote. En revanche, le syndicat n'aboutit que dans une mesure limitée à un regroupement d'entreprises. Ses membres veulent conserver leur indépendance en dehors du cadre du syndicat. Chaque membre veut continuer à exploiter sa propre entreprise sans concerter les autres. Par conséquent, le syndicat se contente de gérer la société sans l'intégrer dans les entreprises de ses membres.

⁷³ Sur les *proxy fights* en droit suisse, voir WATTER/RAMPINI (2001), *passim* ; Gruber (1996), p. 3 ; TSCHÄNI (1991), § 11, nos 19–23 ; WATTER (1990), no 90.

⁷⁴ WATTER (1990), no 121. Voir POUND (1991) ; POUND (1988).

⁷⁵ Voir BECHUCK/HART (2002) ; GILSON/SCHWARTZ (2001) ; RUFFNER (2000), p. 193–194.

⁷⁶ Art. 3 al. 1 LFus. Voir aussi l'arrêt du Tribunal fédéral du 22 décembre 1982, X c. *Administration fédérales des contributions*, ATF 108 Ib 450, consid. 4b, p. 453. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 57, no 7.

⁷⁷ Art. 3 al. 2 LFus. Voir le texte de l'art. 748 CO.

⁷⁸ TSCHÄNI (1998b), p. 28 ; arrêt du Tribunal fédéral du 22 décembre 1982, *AMF Overseas Corporation c. Commission cantonale de recours en matière foncière du Canton de Vaud*, ATF 108 Ib 440, consid. 3a, p. 445 ; arrêt du Tribunal fédéral du 22 décembre 1982, X c. *Administration fédérales des contributions*, ATF 108 Ib 450, consid. 6a/bb, p. 457.

⁷⁹ Art. 22 al. 1 LFus. Forcée à l'exemple de la succession pour cause de mort des personnes physiques.

transfert d'une universalité de biens⁸⁰, sans suivre les formalités relatives au transfert de chaque droit ou d'obligation⁸¹. Les éventuelles formalités prescrites par la loi n'ont qu'un effet déclaratif⁸². Les rares droits et obligations intransmissibles par fusion ainsi que les autorisations ou les concessions de droit public s'éteignent⁸³. En revanche, la succession universelle empêche de réserver la transmission d'un droit ou d'une obligation⁸⁴. La société reprenante doit absorber tous les actifs et passifs ; elle ne peut exclure une dette ou un bien indésirables.

2. Continuité du sociétariat

a) Conception traditionnelle

La fusion, en droit suisse, comme en droit européen⁸⁵, entraîne la réunion des membres des deux sociétés. Cette continuité du sociétariat est conçue comme l'une des caractéristiques de cette opération⁸⁶. Selon une partie de la doctrine, elle découle de sa nature même : mode de dissolution sans liquidation, elle supposerait la remise aux actionnaires d'actions et non de liquidités⁸⁷. Selon une autre, la nature absolue du droit au sociétariat justifierait également ce principe⁸⁸ : la fusion, décision sociale, ne peut pas retirer aux membres leur droit d'appartenir à la société⁸⁹.

⁸⁰ BÜRGI/NORDMANN (1979), Vorbemerkungen ad art. 748–750 CO, no 16.

⁸¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 22 décembre 1982, *AMF Overseas Corporation c. Commission cantonale de recours en matière foncière du Canton de Vaud*, ATF 108 Ib 440, consid. 3a, p. 445 ; arrêt du Tribunal fédéral du 22 décembre 1982, *X c. Administration fédérales des contributions*, ATF 108 Ib 450, consid. 4b, p. 454.

⁸² Arrêt du Tribunal fédéral du 22 décembre 1982, *AMF Overseas Corporation c. Commission cantonale de recours en matière foncière du Canton de Vaud*, ATF 108 Ib 440, consid. 3a, p. 445 ; BÜRGI/NORDMANN (1979), Vorbemerkungen ad art. 748–750 CO, no 15. Voir Tschäni (2002), ad art. 748 CO, nos 8–17, pour des exemples de formalités utiles.

⁸³ BÜRGI/NORDMANN (1979), Vorbemerkungen ad art. 748–750 CO, no 16.

⁸⁴ Tschäni (2002), ad art. 748 CO, no 18 ; BÜRGI/NORDMANN (1979), Vorbemerkungen ad art. 748–750 CO, no 16.

⁸⁵ Art. 3(1) et 4(2) troisième directive 78/855/CEE du conseil du 9 octobre 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les fusions de sociétés anonymes.

⁸⁶ Art. 7 LFus. BÜRGI/NORDMANN (1979), Vorbemerkungen ad art. 748–750 CO, no 18 ; CUENDET (1974), p. 40–43 ; STEHLI (1975), p. 22. MEIER (1986), p. 17 et 100 ; RECORDON (1974), p. 27 ; KÜNG (1991), p. 247 ; Tschäni (2002), ad art. 748 CO, no 19 ; arrêt du Tribunal fédéral du 22 décembre 1982, *X c. Administration fédérales des contributions*, ATF 108 Ib 450, consid. 6a, p. 456 ; KUNZ (2001), § 13, no 2.

⁸⁷ CUENDET (1974), p. 42 ; STEHLI (1975), p. 23 ; RECORDON (1974), p. 27–29 ; BÜRGI/NORDMANN (1979), Vorbemerkungen ad art. 748–750 CO, no 18 ; MEIER (1993), p. 143.

⁸⁸ KUNZ (2001), § 13, no 73 ; MEIER (1986), p. 17 et 100 ; MEIER (1993), p. 143. Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 4047, no 2.1.2.1 ad art. 3 P-LFus.

⁸⁹ STEHLI (1975), p. 23. Comp. art. 8 al. 2 LFus. Comme le remarque MEIER (1993), p. 142, la société reprise, la reprenante ou un tiers peuvent offrir à un actionnaire de lui racheter ses actions avant la fusion et lui éviter d'être attiré dans la société absorbante.

Quelle que soit l'issue de cette polémique, les actionnaires de la société reprise devaient sous l'ancien droit recevoir des actions de la reprenante lors de fusions⁹⁰. Seules deux exceptions dérogeaient à ce principe : une fusion entre une société et sa filiale détenue à 100% rendait la remise d'actions sans objet (en raison de l'identité entre l'acquéreur et l'actionnaire de la filiale ainsi que des restrictions sur la détention d'actions propres)⁹¹. Lorsque le rapport d'échange conduisait à des rompus, c'est-à-dire à des fractions d'actions correspondant à la part décimale du rapport d'échange⁹², la société reprenante pouvait verser une soulte en espèces aux actionnaires détenant des rompus^{93/94}. L'ancien droit ne limitait pas le montant de la soulte⁹⁵. Désormais, la loi sur la fusion la limite à 10% de la valeur réelle des actions attribuées⁹⁶.

Deux sociétés ne pouvaient pas fusionner sans garantir à leurs actionnaires la continuité du sociétariat. Elles devaient émettre de nouvelles actions (ou employer des actions de réserve ou des actions propres⁹⁷). Elles n'avaient pas la faculté d'utiliser d'autres instruments financiers (par exemple des obligations même convertibles)⁹⁸. Dès lors, selon la conception traditionnelle, le *squeeze-out* (en quelque sorte, l'expropriation d'éventuels actionnaires minoritaires) étaient impossible⁹⁹.

⁹⁰ STEHLI (1975), p. 24 ; Selon BÜRGI/NORDMANN (1979), ad art. 748 CO, no 94, si la fusion emporte une modification de droits d'actionnaires, l'assemblée générale doit expressément statuer sur ce point.

⁹¹ RECORDON (1974), p. 143 ; KÜNG (1991), p. 247 ; TSCHÄNI (1991), § 5, no 20 ; TSCHÄNI (2002), ad art. 748 CO, nos 21-22, étend cette exception aux fusions entre sociétés sœurs. La fusion entre des fondations qui, en tant qu'établissements, n'ont pas de sociétaires constitue une autre exception. KÜNG (1991), p. 247.

⁹² Par exemple, si une action de la société reprise donne droit à 2,1 actions de la société reprenante, il est possible de verser en espèces le rompu, c'est-à-dire la part correspondant à 0,1 action de la société reprenante.

⁹³ STEHLI (1975), p. 23 ; MEIER (1986), p. 17 ; CUENDET (1974), p. 42 semble exclure les soultes versées sous forme de titres ; RECORDON (1974), p. 29, admet également une soulte à base d'autres biens y compris d'autres valeurs mobilières ; TSCHÄNI (2002), ad art. 748 CO, no 20.

⁹⁴ Le problème des rompus est atténué par la possibilité d'émettre des actions d'une valeur nominale d'un centime, car, d'une part, ce montant très faible ouvre la possibilité à de nombreuses divisions d'actions, et, d'autre part, il diminue la valeur, en termes absolus, des titres.

⁹⁵ Comme CUENDET (1974), p. 42, le note, le montant de la soulte devrait être limité à moins de rendre purement symbolique le principe de la continuité du sociétariat. Voir l'exemple cité par CUENDET (1974), p. 42, d'une fusion lors de laquelle la part de l'indemnité en actions se montait uniquement à un cinquième de l'indemnité totale, le solde étant payé en espèce !

⁹⁶ Art. 7 al. 2 LFus. Cependant, cette limitation aura une importance pratique moindre, parce qu'il sera possible d'offrir aux actionnaires une rémunération en espèce en tant que rémunération alternative (art. 8 al. 1 LFus) ou, à condition qu'une majorité qualifiée de 90% des associés approuve la décision, comme seule forme de contre-prestation (art. 18 al. 5 LFus). Le droit européen limite la soulte à 10% de la valeur nominale des actions attribuées (ou à défaut de valeur nominale, de leur pair comptable). Art. 3(1) et 4(2) troisième directive 78/855/CEE du conseil du 9 octobre 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les fusions de sociétés anonymes.

⁹⁷ BÜRGI/NORDMANN (1979), Vorbemerkungen ad art. 748-750 CO, no 21 ; RECORDON (1974), p. 29 ; MEIER (1993), p. 145 ; RUEDIN (1999), no 2181.

⁹⁸ RECORDON (1974), p. 28 ; MEIER (1986), p. 17. Voir l'opinion de WATTER (1990), nos 648 ss et la proposition de *lege ferenda* de BÜRGI/NORDMANN (1979), Vorbemerkungen ad art. 748-750 CO, no 25.

⁹⁹ Inderbitzin (1993), p. 75. Voir cependant, l'opinion minoritaire de WATTER (1990), nos 648 ss.

b) *Vers un libre choix de la contre-prestation*

Historiquement, les Etats-Unis garantissaient aussi la continuité du sociétariat. Toutefois, de 1925 à 1969, les différents Etats et le Model Business Corporations Act assouplirent cette règle et autorisèrent la remise de toute contre-prestation en échange des actions de la société reprise¹⁰⁰.

S'inspirant de cette évolution, WATTER a remis en question le bien-fondé du principe de continuité du sociétariat. Selon lui, sous l'ancien droit, le code des obligations tolérait toute forme de contre-prestation en cas de fusion¹⁰¹. Il fonde son point de vue sur l'absence de disposition expresse sur ce point¹⁰². Il démontre aussi que ce principe ne garantit pas une protection efficace aux actionnaires¹⁰³ et peut même les léser¹⁰⁴. Enfin, il souligne le caractère arbitraire de cette règle, eu égard à la possibilité de dissoudre et de liquider la société par une reprise du patrimoine sans garantir la continuité du sociétariat¹⁰⁵ ou à la possibilité d'acquérir toutes les actions de la société à reprendre, puis de la fusionner après avoir exclu les actionnaires originels¹⁰⁶. Hélas, malgré l'attrait intellectuel et la force logique de ses arguments, l'avis de WATTER a été rejeté par la doctrine qui considère que la fusion implique, par définition, la continuité du sociétariat¹⁰⁷.

c) *Selon la loi sur la fusion*

La loi sur la fusion maintient le principe de la continuité du sociétariat¹⁰⁸, mais elle introduit deux exceptions à ce principe.

¹⁰⁰ DOOLEY (1995), p. 635-635 ; GILSON/BLACK (1995), p. 1253-1254. Voir § 11.01(b)(3) MBCA.

¹⁰¹ WATTER (1990), nos 645-653.

¹⁰² WATTER (1990), no 647. *Contra* MEIER (1993), p. 141-142.

¹⁰³ WATTER (1990), no 648 ; INDERBITZIN (1993), p. 75. *Contra* MEIER (1986), p. 17, note 62.

¹⁰⁴ WATTER (1990), no 650.

¹⁰⁵ WATTER (1990), no 649. *Contra* MEIER (1993), p. 143, selon lequel, la différence entre la fusion et les autres hypothèses résiderait précisément dans l'absence de liquidation de la société reprise lors d'une fusion.

¹⁰⁶ WATTER (1990), no 651.

¹⁰⁷ KUNZ (2001), § 13, no 72 ; GANTENBEIN (1995), p. 37, en matière de fusions de sociétés anonymes, mais il reconnaît que la continuité du sociétariat n'est pas nécessaire pour des fusions entre d'autres types de sociétés ; KUNG (1991), p. 248 ; MEIER (1993), *passim*, en particulier p. 144. Voir INDERBITZIN (1993), p. 75, qui, bien qu'il soit convaincu par les arguments de WATTER sur le plan pragmatique, considère que, d'un point de vue dogmatique, la position de la doctrine dominante l'emporte.

¹⁰⁸ Art. 7 LFus. Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 4047, no 2.1.2.1, ad art. 3 P-LFus. L'avant-projet était encore plus restrictif et exigeait l'unanimité des associés pour une fusion avec dédommagement seul. Art. 18 al. 5 AP-LFus. Voir le Rapport du Groupe de réflexion droit des sociétés du 24 septembre 1993, p. 67, exigeant l'unanimité pour les décisions de scission asymétrique compte tenu de l'atteinte portée au droit de sociétariat.

Elle donne la possibilité aux sociétés fusionnantes de remettre un dédommagement alternatif¹⁰⁹. Elle les oblige à garantir la continuité du sociétariat, mais leur permet de proposer aux actionnaires toutes autres formes de contre-prestation dotée d'une valeur patrimoniale¹¹⁰, par exemple des espèces, des actions d'une autre société ainsi que des obligations émises par la reprenante ou une autre société¹¹¹. Cette alternative renforce la protection des actionnaires de la société reprise : elle leur confère un droit de sortie volontaire¹¹², analogue aux *appraisal rights* des droits américains¹¹³. C'est pourquoi elle est exigée lors de fusions simplifiées¹¹⁴.

La loi sur la fusion permet même aux sociétés de n'offrir qu'un dédommagement exclusif¹¹⁵. Le droit au sociétariat, qui n'est alors plus assuré, évolue ainsi vers un droit acquis relatif : il peut être retiré aux actionnaires pour des motifs justifiés¹¹⁶. Cette décision est toutefois soumise à une majorité qualifiée de 90% des associés, c'est-à-dire, lors d'une fusion de société anonyme, des voix attribuées aux actionnaires¹¹⁷. Or, dans une société publique, cette majorité est très difficile à réunir et dès lors, ce type de fusion est, en pratique, exclu¹¹⁸. Ce résultat est paradoxal, car, dans ces sociétés, l'aspect financier prime et le droit au sociétariat est moins important¹¹⁹.

3. Dissolution sans liquidation

La deuxième caractéristique, la dissolution sans liquidation, n'appelle guère de commentaires. Elle suit le transfert des membres ainsi que de l'ensemble des actifs et passifs de la société reprise. La fusion vidant cette dernière de toute substance, ses membres et son patrimoine sont intégrés à la société reprenante. Dès que la dé-

¹⁰⁹ Art. 8 al. 1 LFus.

¹¹⁰ Voir les arts. 14 al. 3 lit. d et art. 15 al. 4 lit. c LFus.

¹¹¹ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 4058, no 2.1.2.2, ad art. 8 P-LFus.

¹¹² KUNZ (2001), § 13, no 85 s'agissant de l'avant-projet.

¹¹³ Les *appraisal rights* sont toutefois de véritables droits subjectifs. Ils permettent à tout actionnaire qui n'approuve pas une fusion de sortir de la société par un remboursement de ses actions à leur valeur réelle. Voir DOOLEY (1995), p. 634 ss ; GILSON/BLACK (1995), p. 1264 ss.

¹¹⁴ Art. 23 al. 2 LFus.

¹¹⁵ Art. 8 al. 2 LFus.

¹¹⁶ Art. 14 al. 2 lit. d LFus prévoit expressément que le rapport de fusion doit expliquer les raisons économiques et juridiques pour lesquelles seul un dédommagement est offert.

¹¹⁷ Art. 18 al. 5 LFus. En présence d'actions à droit de vote privilégié, à notre sens, l'art. 18 al. 5 LFus se rapporte aux voix comptées par actions (c'est-à-dire avec les privilèges). Or, si seule la majorité de l'art. 18 al. 5 LFus était requise, les détenteurs d'actions ordinaires perdraient la protection générale octroyée par celle de l'art. 704 al. 1 CO. Par conséquent, cette décision doit recueillir l'approbation de 90% des voix attribuées à toutes les actions de la société (représentée ou non) et de la majorité simple du capital représenté.

¹¹⁸ MEIER-SCHATZ (2000), p. 29-30 et 59.

¹¹⁹ Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision AG*, ATF 121 III 219, JT 1996 I 162, consid. 1.d.cc, p. 177, en matière de suppression du droit préférentiel de souscription.

cision déploie ses effets, c'est-à-dire dès son inscription au registre du commerce¹²⁰, la société reprise est dissoute sans liquidation.

III. Scission aux fins de reprise

A l'instar du droit européen, la loi sur la fusion introduit en droit suisse l'institution de la scission. Cette opération se conçoit comme l'opération inverse de la fusion¹²¹ : une société se sépare de tout ou partie de ses activités et de ses actionnaires¹²². Le patrimoine et les droits de sociétariat peuvent être transférés vers une nouvelle société. L'opération n'a alors pas de point commun avec les fusions et acquisitions, si ce n'est d'appartenir à la grande famille des restructurations d'entreprise. Le patrimoine et les droits de sociétariat peuvent aussi être repris dans une société préexistante. Dans la perspective de la société reprenante, cette opération dite « scission aux fins de reprise »¹²³ revient à une forme de fusion partielle : elle absorbe une partie de la société scindée.

A l'instar de la fusion, la scission implique tant le transfert du patrimoine que celui du sociétariat¹²⁴. Cette transmission procède *uno actu* (littéralement, par un acte unique) selon un inventaire arrêté par les sociétés parties à la scission¹²⁵. En d'autres termes, elle conduit à une succession universelle, mais limitée à une partie du patrimoine.

La scission s'effectue dans la continuité du sociétariat. Les associés de la société scindée doivent impérativement recevoir des actions des sociétés reprenantes¹²⁶. Contrairement à la solution retenue en matière de fusion, la loi sur la fusion ne prévoit aucune dérogation à ce principe, même avec le consentement des actionnaires concernés^{127/128}.

¹²⁰ Arrêt du Tribunal fédéral du 22 décembre 1982, *X c. Administration fédérales des contributions*, ATF 108 Ib 450, consid. 4b, p. 454 (en *obiter dictum*) ; TSCHÄNI (2002), ad art. 748 CO, no 23 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 57, no 150. Contra arrêt du Tribunal fédéral du 3 septembre 1971, *AG für Rechtsschutz in Fusionsachen c. Ursina-Frank SA*, ATF 97 II 185, consid. 1.2, p. 189, considère que la fusion ne déploie ses effets qu'une fois les actes nécessaires au transfert des actifs et des membres accomplis. Cette façon de voir confond la dissolution sans liquidation avec la liquidation de la société, qui requiert que des mesures supplémentaires soient prises pour liquider la société. Voir FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 57, no 150, note 77.

¹²¹ Voir LE CANNU (2002), no 1578.

¹²² Voir, par exemple, TURIN/KLÄY (2001), p. 59.

¹²³ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 4013, ch. 1.3.2.2.

¹²⁴ TURIN/KLÄY (2001), p. 59.

¹²⁵ Voir l'art. 37 lit. b LFus et l'art. 52 LFus ; Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 4084, ch. 2.1.3.1 ad art. 29 P-LFus ; TURIN/KLÄY (2001), p. 62.

¹²⁶ Art. 31 al. 1 et 2 LFus. Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000, p. 4083-4084 et p. 4086. TURIN/KLÄY (2001), p. 64.

¹²⁷ Il va de soi que les actionnaires peuvent avant la scission s'engager à vendre les actions qu'ils recevront après l'opération, mais cette vente est sans liens juridiques avec la scission.

¹²⁸ TURIN/KLÄY (2001), p. 64.

Les parties peuvent néanmoins choisir entre deux types de scissions : soit elles attribuent aux actionnaires de la société scindée des actions des reprenantes en proportion de leur participation antérieure¹²⁹ – la scission est alors dite symétrique, soit elles répartissent ces actions de façon non proportionnelle et, par exemple, distribuent des parts sociales de la société scindée à un groupe d'associés et attribuent des parts sociales de la société reprenante à d'autres – on parle alors de scission asymétrique¹³⁰. Cette seconde forme de scission exclut partiellement des actionnaires. C'est pourquoi elle doit être approuvée par une majorité qualifiée de 90% des associés de la société scindée, c'est-à-dire plus de 90% des voix attribuées aux actionnaires de la société anonyme scindée¹³¹.

La scission n'entraîne pas nécessairement la dissolution sans liquidation de la société scindée¹³². En droit suisse, cette caractéristique se retrouve certes lors de division, véritable opération inverse de la fusion par combinaison : la société partage son patrimoine entre deux ou plusieurs reprenantes qui reprennent aussi les membres de la société scindée, entraînant la dissolution sans liquidation de celle-ci. Cependant, la scission peut aussi revêtir la forme d'une séparation, opération inverse de la fusion par absorption. La société scindée se sépare alors d'une partie de son patrimoine et des droits de sociétariat y afférents et conserve le reste de son patrimoine et des droits de sociétariat. Elle peut alors continuer à poursuivre son but social, le cas échéant redéfini par cette transaction.

IV. Acquisition de patrimoine

A. Définition et caractéristiques

1. Généralités

Une société peut procéder à des fusions et acquisitions en se procurant le patrimoine d'une autre société, sans acquérir son habit pour autant. Elle obtient alors directement la substance économique, sans reprendre la structure juridique. Autrement dit, une société peut acquérir « l'entreprise » de l'entité juridique qui l'organisait jusqu'alors.

¹²⁹ Il s'agit alors d'une « scission symétrique » au sens de l'art. 31 al. 2 lit. a LFus.

¹³⁰ Au sens de l'art. 31 al. 2 lit. b LFus.

¹³¹ Voir plus en détail les commentaires à la note 117 *supra*.

¹³² Contrairement à la définition qu'en fait le droit européen (art. 2(1) et art. 21(1) sixième directive 82/891/CEE du conseil du 17 décembre 1982 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 point g) du traité et concernant les scissions de sociétés anonymes) qui supposent par définition une dissolution sans liquidation. Comp. l'*Abspaltung* (§ 123(2) UmwG) et l'*Ausgliederung* (§ 123(2) UmwG) du droit allemand. Le droit français suit le modèle européen et réserve la scission au cas de la dissolution sans liquidation avec un transfert du patrimoine vers plusieurs sociétés existantes ou nouvelles. Art. L. 236-1 al. 2 C.com. Toutefois, cet ordre juridique ouvre la voie au transfert d'une partie seulement du patrimoine d'une société vers une autre par l'apport partiel d'actifs qui peut être soumis volontairement au régime de la scission. Art. L. 236-22 et L. 236-24 C.com. Voir COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY (2002), nos 1760-1765 ; LE CANNU (2002), nos 1582-1585.

Cette acquisition directe est moins aisée qu'il n'y paraît. Bien que l'entreprise forme une unité économique, une universalité, elle ne constitue pas une entité juridique, un sujet ou un objet de droits réels : elle n'est qu'un patrimoine organisé ou encore un ensemble d'actifs et de passifs, de contrats et d'opportunités. Elle a besoin des formes juridiques du droit commercial pour s'organiser.

Il est dès lors impossible d'acquérir « en bloc » toute l'entreprise. Il faut procéder « pièce par pièce » : si un simple contrat, soumis à aucune forme particulière, suffit à transférer une entreprise¹³³, son exécution est plus complexe. Selon le principe de spécialité, chaque chose doit être transférée individuellement selon les formes applicables : un acte authentique pour les immeubles, un acte de cession écrit pour les créances, etc.¹³⁴. Quant aux contrats ils ne peuvent être transférés qu'avec l'accord de toutes les parties à moins que la loi ou la nature de l'accord n'impose une solution différente¹³⁵.

2. Libre choix des actifs et passifs transférés et de la contre-prestation

L'impossibilité de transférer l'entreprise comme un tout constitue aussi un avantage : les parties peuvent librement décider quels actifs et quels passifs elles entendent transférer. Elles peuvent, par exemple, exclure des actifs ou passifs indésirables. Elles peuvent transmettre qu'une partie de l'exploitation. L'acquéreur a ainsi la possibilité de limiter l'objet de son acquisition à certains actifs essentiels, sans courir le risque de reprendre des dettes ou des engagements imprévus¹³⁶.

Elles sont aussi libres de déterminer l'étendue et la nature de la contre-prestation. L'aliénateur peut accepter de remettre ses actifs à titre gratuit ou onéreux. Dans ce deuxième cas, les parties peuvent convenir d'une contre-prestation en

¹³³ GUHL/KOLLER/SCHNYDER/DRUEY (2000), § 35, no 21 ; ENGEL (1997), p. 906 ; TSCHÄNI (1996), ad art. 181 CO, no 9 ; TSCHÄNI (1998b), p. 4 ; BUCHER (1988a), p. 589 ; KELLER/SCHÖBI (1984), p. 90. Comme nous le verrons plus bas, les transferts d'actifs et passifs doivent suivre la forme applicable à chaque bien. Dès lors, le contrat d'acquisition doit suivre la forme applicable au transfert des actifs et/ou des passifs à transférer. Par exemple, si l'entreprise à transférer contient des immeubles, l'aliénateur ne sera engagé à les transférer que si le contrat d'acquisition de l'entreprise est conclu en la forme authentique. TSCHÄNI (1998b), p. 5. Il n'en va d'ailleurs pas différemment, si le contrat d'acquisition prévoit seulement que les parties s'engagent à conclure l'ensemble des contrats nécessaires au transfert des actifs et passifs. Ce contrat constitue en effet une promesse de contracter. Art. 22 al. 1 CO. Or, selon l'art. 22 al. 2 CO, la promesse de contracter est soumise aux mêmes exigences de forme que le contrat faisant l'objet de la stipulation.

¹³⁴ GUHL/KOLLER/SCHNYDER/DRUEY (2000), § 35, no 21 ; TSCHÄNI (1998b), p. 5 ; ENGEL (1997), p. 906 ; BUCHER (1988a), p. 589 ; KELLER/SCHÖBI (1984), p. 90 ; von TUHR/ESCHER (1974), p. 395 ; DES GOUTTES (1969), p. 3 et 4.

¹³⁵ TSCHÄNI (1998b), p. 16 ; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 3673 ; BUCHER (1988a), p. 589. Voir les art. 261 et 263 CO sur le contrat de bail, l'art. 333 CO sur le contrat de travail et les art. 54 LCA et art. 67 LCR, sur divers contrats d'assurance GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1997), no 3673 ; BUCHER (1989a), p. 589 ; TSCHÄNI (1998), p. 16 ; BÜCHI (2001), p. 100-101 ; TURIN (2003), p. 115-116. Voir sur le contrat de transfert de contrat, REYMOND (1989), p. 46 ss ; BERETTA (2002), p. 250.

¹³⁶ WATTER (1990), no 132 ; TSCHÄNI (1998b), p. 14.

espèces, lors d'une vente¹³⁷, ou recourir à tout autre chose ou droit ayant une valeur, notamment des actions ou des titres de créance émis par l'acquéreur ou une autre société de son groupe. Le contrat est alors qualifié d'échange¹³⁸. L'aliénateur peut même accepter des actions de l'acquéreur émises à l'occasion de la transaction. L'acquisition revêt alors la forme d'une augmentation de capital libérée par un apport en nature¹³⁹.

Les parties peuvent aussi recourir à des opérations triangulaires : l'aliénateur remet le patrimoine à l'acquéreur, mais une autre société verse la contre-prestation en espèces et/ou en nature. L'acquéreur peut aussi verser la contre-prestation non pas à l'aliénateur, mais à ses actionnaires. Dans ce cas, la flexibilité des acquisitions de patrimoine permet même d'imiter une fusion par une opération qualifiée de « fusion improprement dite »¹⁴⁰ : l'aliénateur transfère l'ensemble des actifs et passifs à l'acquéreur ; en échange, celui-ci émet des actions en faveur des actionnaires de l'aliénateur.

B. Typologie

1. Acquisition individuelle d'actifs et passifs

Lors d'une acquisition d'actifs et passifs, les parties transmettent chaque actif individuellement. Les parties déterminent les choses au sens des droits réels, les créances et les contrats à transférer. Puis, elles suivent les formes et la procédure de transfert applicables à chaque type de bien. Les meubles requièrent un transfert de possession ; les immeubles la conclusion d'un contrat en la forme authentique¹⁴¹ et l'inscription du transfert au registre foncier¹⁴² ; les créances, par hypothèse cessibles¹⁴³, un acte de cession conclu en la forme écrite¹⁴⁴ et, afin que la cession soit opposable au débiteur, la notification de la cession¹⁴⁵, etc.¹⁴⁶.

La reprise des dettes n'est soumise à aucune exigence de forme. Elle suppose un simple contrat entre l'acquéreur et l'aliénateur. Ce contrat oblige seulement ces derniers, mais n'a aucun effet sur les créanciers repris¹⁴⁷. Cette conséquence suppose un contrat entre l'acquéreur et les créanciers¹⁴⁸ (sous réserve d'un transfert de patrimoine).

¹³⁷ Art. 184 ss CO.

¹³⁸ Art. 237 CO.

¹³⁹ Art. 634, 635 et 635a CO par renvoi de l'art. 652c CO.

¹⁴⁰ PETER (1999a), p. 112 ; TSCHÄNI (1991), § 1, no 4.

¹⁴¹ Art. 657 al. 1 CC et art. 216 al. 1 CO.

¹⁴² Art. 656 al. 1 CC.

¹⁴³ Voir l'art. 164 CO.

¹⁴⁴ Art. 165 al. 1 CO.

¹⁴⁵ Art. 167 CO.

¹⁴⁶ Voir BÜCHI (2001), p. 93-105 ; TSCHÄNI (1998b), p. 5-17.

¹⁴⁷ Art. 175 al. 1 et 2 CO.

¹⁴⁸ Art. 176 CO.

Il en va de même de la transmission de contrat, faisceau de droits et d'obligations. Sous réserve d'exceptions, lorsque la loi, la nature ou les termes de l'accord imposent une solution différente, notamment en matière de contrat de bail¹⁴⁹ et de contrat de travail¹⁵⁰, cette opération suppose la conclusion d'un contrat entre toutes les parties contractantes et l'acquéreur¹⁵¹.

2. Transfert de patrimoine

La loi sur la fusion introduit une nouvelle forme d'acquisition d'actifs et passifs : le transfert de patrimoine¹⁵², qui permet à un sujet de droit, tel que défini dans cet acte, de transférer tout ou partie de son patrimoine à un autre sujet de droit¹⁵³. Elle se substitue à la procédure instituée par l'article 181 CO¹⁵⁴ et supplée à ses défauts¹⁵⁵ : le transfert de patrimoine règle non seulement celui des passifs, mais aussi celui des actifs. Par ailleurs, bien qu'elle ne relève pas du droit des sociétés dans l'esprit du législateur, elle donne aussi lieu à quelques dispositions relatives à ce domaine¹⁵⁶.

Elle possède un avantage de taille : elle transfère d'un seul acte (*uno actu*) l'ensemble des éléments patrimoniaux, actifs et/ou passifs et ne requiert pas de suivre les règles de formes applicables à chaque chose transférée¹⁵⁷. Dès l'inscription au

¹⁴⁹ Art. 261 et 263 CO.

¹⁵⁰ Art. 333 CO.

¹⁵¹ TSCHÄNI (1998b), p. 16 ; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 3673 ; BUCHER (1988a), p. 589.

¹⁵² L'avant-projet de loi fédérale sur la fusion prévoyait que les transferts de parts de patrimoine devaient se faire par le biais de la dissociation, une catégorie de scission dans laquelle la société transférente, et non ses associés, recevrait des actions de la reprenante. Toutefois, cette forme de restructuration n'aurait été possible que pour les sociétés de capitaux et les coopératives. Art. 40 al. 1 AP-LFus. Suite à de nombreuses critiques lors de la procédure de consultation, le Conseil fédéral décida d'abolir la dissolution et d'introduire le transfert de patrimoine. MEIER-SCHATZ (2000), p. 43.

¹⁵³ Art. 69 al. 1 LFus.

¹⁵⁴ Voir l'art. 181 al. 4 CO. Voir le Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 p. 4144, no 2.2.1 ; LOSER-KROGH (2000), p. 1110 ; GASSER/EGGENBERGER (2000), p. 62 ; VISCHER (1999), p. 21. A notre sens, l'art. 181 al. 4 CO n'exclut pas le recours à la procédure de l'art. 181 CO, lorsqu'un transfert de patrimoine est envisageable. Il n'empêche pas les autres formes d'acquisition de patrimoine. Voir BÜCHI (2001), p. 118–121. Comp. LOSER-KROGH (2000), p. 1109–1110.

¹⁵⁵ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 p. 4016, no 1.3.2.4.2 ; LOSER-KROGH (2000), p. 1096 ; MEIER-SCHATZ (2000), p. 43–44 ; VISCHER (1999), p. 21.

¹⁵⁶ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 p. 4017, no 1.3.2.4.2 ; TURIN/KLÄY (2001), p. 72 ; LOSER-KROGH (2000), p. 1096. Toutefois, cette réglementation reste lacunaire. Elle se contente de régler la problématique de l'information des sociétaires (art. 74 LFus) sans s'intéresser aux questions de droit des sociétés pour lesquelles elle renvoie aux règles générales (voir l'art. 69 al. 2 LFus ; LOSER-KROGH (2000), p. 1097).

¹⁵⁷ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 p. 4018, no 1.3.2.4.3 et FF 2000 p. 4112, no 2.1.5.1. Une ques-

registre du commerce, l'acquéreur devient titulaire de l'ensemble des éléments patrimoniaux transférés. Autrement dit, le transfert s'effectue par succession universelle partielle¹⁵⁸, tout comme lors de fusions ou de scissions. En principe, le transfert de patrimoine ne produit aucun effet sur les contrats¹⁵⁹ et la société transférante ne peut pas non plus les céder aux reprenantes sans l'accord des autres cocontractants^{159a}, ce qui peut constituer un obstacle majeur lors de certaines transactions. A la lecture de la loi, seuls les contrats de travail, les baux et certains contrats d'assurance dérogent à cette règle en vertu de règles expresses^{159b}. Ce traitement peut être étendu à d'autres contrats de durée moyennant une stipulation dans ce sens^{159c} ou de plein droit, lorsque la nature de l'accord l'impose^{159d}. Il en va ainsi probablement de tout contrat qui se rattache principalement à un actif déterminé, par exemple les licences relatives à des droits de propriété intellectuelle transférés ou un contrat d'entretien d'une machine^{159e}. Dès lors, en principe, le transfert du contrat doit être accepté par toutes les parties à l'accord et le reprenant, à moins que la nature du contrat n'impose une solution différente ou que les parties aient prévu une clause contractuelle contraire.

Lors d'une acquisition de patrimoine, les sociétés peuvent, on l'a vu, déterminer librement les actifs et passifs transférés. La loi sur la fusion renforce cette faculté : le transfert de patrimoine permet de transmettre par inventaire tout élément de l'actif ou du passif de la société transférante ; il ne doit pas porter sur une entreprise entière ni sur une partie qui forme une organisation cohérente et indé-

tion plus délicate est celle de savoir si les restrictions contractuelles à la cession d'actifs ou passifs déterminés, notamment les clauses d'agrément ou certaines dispositions de conventions d'actionnaires, pourront s'opposer à la transmission d'actifs ou passifs par un transfert de patrimoine comme c'est le cas actuellement pour la procédure de l'art. 181CO ou si, comme en matière de fusion, ces clauses demeurent sans effet. LOSER-KROGH estime que la seconde solution devrait s'appliquer en principe, compte tenu du but de la loi sur la fusion qui est de simplifier les restructurations d'entreprises. LOSER-KROGH (2000), p. 1101, 1106-1107.

¹⁵⁸ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 p. 4116-4117, no 2.1.5.3.

¹⁵⁹ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000, p. 4098, n° 1.3.2.4.3. Voir aussi TURIN (2003), p. 115 à 116. *Contra*, en matière de transfert de patrimoine, LOSER-KROGH (2000), p. 1102, qui estime au contraire que, lors d'une succession partielle, le transfert du contrat s'impose, eu égard au but de la loi sur la fusion qui vise la simplification des transferts d'entreprises. Il réserve cependant le transfert de contrats conclus intuitu personae et reconnaît un droit de résiliation anticipée aux parties de contrats de longue durée fondés sur un rapport de confiance. Dans ce second sens également, BERETTA (2002) p. 250.

^{159a} GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1997), no 3673; BUCHER (1998a) p. 589; Tschäni (1998) p. 16; BÜCHI (2001) p. 100 à 101.

^{159b} Art. 261 CO, pour le contrat de bail; art. 333 CO, pour le contrat de travail; art. 54 LCA et art. 67 LCR.

^{159c} TURIN (2003) p. 115 à 116. Voir sur le contrat de transfert de contrat, REYMOND (1989) p. 46 ss; BERETTA (2002) p. 250.

^{159d} Dans ce sens, BERETTA (2002) p. 250.

^{159e} Par analogie avec le principe sous-jacent l'art. 54 LCA.

pendante. Théoriquement, cette institution permet même de transférer un actif unique¹⁶⁰.

Le transfert de patrimoine maintient aussi le libre choix de contre-prestation. Il peut être gratuit ou onéreux et, dans cette seconde hypothèse, les parties sont libres de déterminer la nature de la contre-prestation¹⁶¹. Le droit des scissions impose la seule limite : si les parties entendent « rémunérer » en actions les actionnaires de la société transférante, elles doivent procéder à une scission par séparation^{162/163}.

En définitive, le transfert de patrimoine constitue une technique d'acquisition de patrimoine très flexible. Il permet aux parties de librement déterminer, d'une part, les objets du patrimoine à transférer et, d'autre part, la contre-prestation. Toutefois, cette institution est réglée de façon lacunaire. Selon la loi sur la fusion, elle ressort exclusivement du droit des contrats et n'intéresse pas le droit des sociétés. Ses aspects sociaux ne sont donc pas réglés par des dispositions expresses. Or, on l'a dit, toute opération de fusion et acquisition est concernée par le droit des sociétés.

V. Acquisition d'actions

A. Définition et caractéristiques

1. Acquisition du contrôle

Les actions de sociétés anonymes – publiques ou non – incorporent des droits financiers et des droits sociaux. Dans les sociétés publiques, on l'a dit, les actionnaires ne sont, en principe, pas intéressés à exercer ces derniers. Cette passivité s'explique par la dispersion de l'actionnariat : personne ne peut à lui seul déterminer la volonté sociale. Cet état de fait n'est cependant pas immuable. En se procurant un nombre suffisant d'actions, un acquéreur peut obtenir la majorité à l'assemblée

¹⁶⁰ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 p. 4112-4113, no 2.1.5.1. Selon BEHNISCH/BÜCHI (2001), no 8, cette liberté de détermination des actifs et passifs à transférer contredit les exigences plus strictes du droit fiscal. Dès lors, à notre avis, il est fort probable que ce dernier limite les cas dans lesquels des parties utiliseront le transfert de patrimoine comme mécanisme de restructuration d'entreprises. Il est vrai cependant que cette nouvelle institution pourra servir également pour des transactions commerciales courantes. En tout état de cause, elle ne sera véritablement utile que pour transférer une multitude d'actifs et passifs en raison des coûts de transaction, notamment les frais d'inscription et le risque de responsabilité. TURIN/KLAY (2001), p. 72.

¹⁶¹ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 p. 4018, no 1.3.2.4.3 et FF 2000 p. 4113, no 2.1.5.1.

¹⁶² Art. 29 lit. b LFus.

¹⁶³ Voir l'art. 69 al. 1 LFus *in fine*. BEHNISCH/BÜCHI (2001), no 2, considèrent que cette réglementation est peu satisfaisante. Il est en effet difficile de distinguer une scission ordinaire d'une transmission de patrimoine à une société fille contre des actions de celle-ci remises à sa mère, suivie d'une distribution desdites actions aux actionnaires de la mère à titre de dividendes en nature.

générale. Il peut ainsi nommer le conseil d'administration et influencer la gestion. En un mot, il prend le contrôle de la société¹⁶⁴. Ensuite, il a la faculté de regrouper la société avec l'entreprise qu'il exploitait auparavant.

L'acquisition du contrôle ne nécessite pas l'achat de toutes les actions d'une société. Dès qu'un actionnaire détient la majorité des voix représentées à l'assemblée générale¹⁶⁵, il peut déterminer seul la volonté sociale¹⁶⁶. Plus encore, dans les sociétés publiques, la majorité absolue des voix attribuées aux actions n'est pas nécessaire : un acquéreur dispose du contrôle avec une participation relativement faible en terme de pourcentage du capital-actions, en raison du problème lié à l'action collective¹⁶⁷.

2. Libre choix de la contre-prestation

Comme pour les acquisitions de patrimoine, les parties sont libres de choisir la contre-prestation. Elles peuvent notamment convenir d'un prix en espèces, en titres de créance ou en actions.

Elles ont ainsi la possibilité de procéder à une « quasi-fusion » : l'acquéreur remet ses propres actions, émises dans le cadre d'une augmentation de capital, en échange de la totalité du capital-actions de la société acquise.¹⁶⁸ Cette forme d'acquisition joue un rôle important en pratique. Elle permet, en effet, de réaliser une prise de contrôle sans utiliser de ressources financières : les anciens actionnaires de la société acquise accèdent à la société reprenante, mais ne reçoivent pas de prestation en espèces¹⁶⁹. La quasi-fusion permet de combiner les avantages de la fusion avec ceux des acquisitions d'actions.

3. Simplicité du transfert

Les techniques d'acquisitions d'actions sont simples : elles ne requièrent que le transfert d'actions déjà émises. Ce transfert suppose le transfert de la possession, s'agissant d'actions au porteur¹⁷⁰, l'endossement et l'inscription subséquente de l'acquéreur au registre des actionnaires ou un acte de cession de créance, pour des actions nominatives¹⁷¹, ou des instructions adéquates, lorsque les actions sont dé-

¹⁶⁴ TSCHÄNI (1998b), p. 17.

¹⁶⁵ Art. 703 CO, sous réserve des décisions importantes, mentionnées à l'art. 704 al. 1 CO, ou de majorités statutaires adoptée conformément à l'art. 704 al. 2 CO.

¹⁶⁶ TSCHÄNI (1998b), p. 20 WATTER (1990), no 140, note 170.

¹⁶⁷ WATTER (1990), no 140.

¹⁶⁸ TSCHÄNI (1998b), p. 36 ; WATTER (1990), no 111.

¹⁶⁹ PETER (1999a), p. 114 ; TSCHÄNI (1998b), p. 36-38.

¹⁷⁰ Art. 967 al. 1 CO.

¹⁷¹ Art. 684 al. 2 CO et art. 686 al. 4 CO.

matérialisées¹⁷². Dans le cas du transfert d'actions nominatives liées, l'acquéreur doit aussi obtenir l'agrément de la société¹⁷³. Cette simplicité contraste fortement tant avec la procédure lourde de la fusion qu'avec la complexité requise lors d'un transfert d'actifs et passifs¹⁷⁴.

De plus, en s'appropriant le contenant (la société), l'acquéreur est sûr que tout son contenu (les actifs, les passifs et les contrats constituant l'entreprise) est valablement transféré. Il n'a guère besoin de se demander s'il a valablement acquis chaque actif, car le patrimoine social n'est pas affecté par le transfert de droits de sociétariat. Cette technique permet donc de maintenir la continuité dans l'exploitation de l'entreprise. Seules d'éventuelles clauses de changement de contrôle peuvent poser problème¹⁷⁵.

Enfin, comme le patrimoine de l'acquéreur reste séparé de celui de la société acquise, l'acquéreur ne risque pas de devoir payer personnellement des dettes de la société acquise grâce à sa responsabilité limitée d'actionnaire¹⁷⁶.

B. Typologie

Il existe différentes techniques d'acquisitions d'actions. L'achat en bourse représente la méthode la plus facile, mais aussi la plus coûteuse et la plus risquée. C'est pourquoi la pratique a développé d'autres méthodes plus efficaces, comme l'offre publique d'acquisition ou l'acquisition de paquets d'actions auprès d'actionnaires détenant des participations dans la société pour autant que la structure de l'actionnariat le permette. Par ailleurs, il est possible d'obtenir le contrôle directement auprès de la société lors d'une émission d'actions. Cette technique est toutefois peu usitée en dehors des assainissements d'entreprises, notamment en raison du droit préférentiel de souscription.

1. Acquisition en bourse

La bourse présente le moyen le plus simple pour acheter les actions d'une société cotée. Si une personne désire prendre le contrôle, elle peut théoriquement passer des ordres jusqu'à ce qu'elle obtienne assez d'actions.

¹⁷² TSCHÄNI (1998b), p. 17–20.

¹⁷³ Art. 685 ss CO.

¹⁷⁴ Néanmoins, le droit administratif peut instaurer nombre d'obstacles dilatoires à la prise de contrôle, évoquons les autorisations des autorités de concurrence, les autorisations pour l'acquisition d'immeuble selon la loi fédérale sur l'acquisition d'immeubles par des personnes à l'étranger, d'éventuelles autorisations de police. Tous ces obstacles peuvent substantiellement ralentir le processus, voir VON BÜREN (1998), *passim*, sur les incompatibilités entre le droit boursier, le droit de la concurrence et le droit des sociétés.

¹⁷⁵ Ces clauses permettent à une partie au contrat de le résilier en cas de changement de contrôle du cocontractant. TSCHÄNI (1998b), p. 23.

¹⁷⁶ TSCHÄNI (1998b), p. 24.

Cette forme d'acquisition est toutefois peu intéressante : les achats en bourse contribuent à la demande. Ils exercent donc une pression à la hausse sur le cours de la société. L'acquéreur s'expose ainsi au risque d'engager des ressources sans être sûr d'atteindre son but¹⁷⁷. Néanmoins, cette technique peut servir à bâtir une tête de pont avant de commencer une acquisition de titres plus substantielle par une autre méthode¹⁷⁸.

2. Acquisition de blocs d'actions

L'acquisition de paquets de contrôle, la cession de contrôle pour reprendre le terme employé par PETITPIERRE-SAUVAIN, se situe à l'autre extrême de la palette des techniques de prise de contrôle par acquisition d'actions¹⁷⁹. Elle suppose l'existence d'un ou plusieurs actionnaires de contrôle. Ces derniers cèdent à l'acquéreur lors d'une transaction unique un nombre d'actions suffisant pour conférer le contrôle¹⁸⁰.

Ces transactions sont impossibles dans de véritables sociétés publiques où, par définition, ce type d'actionnaires n'existe pas. Néanmoins, dans ces sociétés, il arrive qu'une personne détienne une participation importante sans pour autant contrôler la société. Un acquéreur potentiel peut acheter ce bloc pour établir une tête de pont préalable à une opération de plus grande envergure. D'ailleurs, un paquet d'actions ajouté à une participation préexistante suffit parfois à lui permettre de prendre le contrôle¹⁸¹.

Dans ces cas, bien qu'à strictement parler le contrat entre l'acquéreur et l'aliénateur porte sur des actions, le contrôle de la société et de l'entreprise elle-même constitue le véritable objet de la transaction^{182/183}. C'est pourquoi l'acquéreur obtient fréquemment des garanties et des informations confidentielles sur leur fonctionnement¹⁸⁴.

¹⁷⁷ WATTER (1990), no 93 ; PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 23.

¹⁷⁸ WATTER (1990), no 96.

¹⁷⁹ PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 24.

¹⁸⁰ WATTER (1990), nos 100 et 103 ; PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 23.

¹⁸¹ WATTER (1990), no 97 ; PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 23–24.

¹⁸² PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 23.

¹⁸³ Ce point de vue n'est cependant pas suivi par la jurisprudence du Tribunal fédéral qui persiste à ne s'intéresser qu'à l'objet formel du contrat sans vouloir regarder sa réalité économique, considérant donc que les garanties légales ne se rapportent qu'au titre de propriété des actions (et, lorsque celles-ci sont incorporées dans des papiers-valeurs, à leur état). Dès lors, et, sous réserve de dol et d'autres moyens tirés des vices du consentement, l'acquéreur n'est pas protégé contre les « défauts » de l'entreprise, à moins d'avoir obtenu des assurances expresses quant à la qualité de cette dernière. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 29 avril 1953, *Frick c. von Arx*, ATF 79 II 155, consid. 3, p. 158–160, *leading case* en la matière. Voir également l'arrêt du Tribunal fédéral du 10 novembre 1981, *Grüniger c. Neumann*, ATF 107 II 419, consid. 1, p. 421–422 (admettant tous deux, la possibilité d'invoquer l'erreur). Cette jurisprudence, au demeurant critiquée en doctrine, a été abandonnée par un arrêt du Tribunal cantonal du Valais du 16 septembre 1998, *X et consorts c. Y et consorts*, RVJ 1999 292. Sur cette problématique, voir notamment BÖCKLI (1998) ; WATTER (1990), nos 303 ss.

¹⁸⁴ WATTER (1990), nos 99 et 102.

3. Offre publique d'acquisition

Face à un actionariat dispersé et souvent anonyme, un acquéreur potentiel ne peut pas se procurer l'ensemble du capital-actions d'une société anonyme publique ou même une participation majoritaire en négociant avec chaque actionnaire. Les coûts de transaction de cette stratégie dépasseraient alors de loin les profits résultant de l'opération.

Face à ce problème, la pratique a développé la technique de l'offre publique d'acquisition, c'est-à-dire une offre standardisée de conclure un contrat de vente d'actions présentée au public. L'ensemble des conditions du contrat est précisé dans le prospectus d'offre, document analogue aux conditions générales. Les actionnaires n'ont pas d'autre choix que d'accepter ou refuser l'offre et ils ne peuvent pas renégocier individuellement les termes d'un contrat.

L'offre publique d'acquisition est un outil versatile : elle permet d'acquérir une participation minoritaire, de consolider une participation majoritaire préexistante ou encore de prendre le contrôle¹⁸⁵. Incidemment, elle constitue une technique pour racheter ses propres actions¹⁸⁶. Dans ce cas pathologique, l'offrant coïncide avec la société cible. Plus typiquement, l'offre publique d'acquisition permet de prendre le contrôle d'une société¹⁸⁷. D'ailleurs, c'est uniquement dans ce contexte que nous nous intéresserons à cet instrument.

4. Augmentations de capital

Si les hypothèses que nous avons envisagées jusqu'à présent concernaient des acquisitions à titre dérivé, une prise de contrôle peut aussi s'effectuer dans le cadre d'émission d'actions, lors d'une augmentation de capital.

Ce cas de figure est toutefois exceptionnel. Le droit préférentiel de souscription protège les actionnaires existants contre une augmentation de capital visant à diluer leur participation en termes d'expectatives financières ou de droits de vote¹⁸⁸. Il limite le recours à cette voie pour transférer le contrôle. Ce droit n'est cependant pas absolu. L'assemblée générale peut le supprimer lors d'acquisitions d'entreprises ou d'assainissements¹⁸⁹.

Par ailleurs, lors d'augmentations de capital, en plus des risques liés au transfert du contrôle et des abus des minoritaires y afférents, les anciens actionnaires peuvent voir leur participation diluée sur le plan financier par un prix d'émission trop

¹⁸⁵ PETER (1997a), p. 67.

¹⁸⁶ Décision de la CFB du 4 mars 1998, *Pharma Vision 2000 AG et al.*, Bull. CFB 36 (1998), p. 38, critiquée par GASSER (1998), *passim*. Voir VON DER CRONE/IFFLAND (2000), *passim*.

¹⁸⁷ PETER (1999c), p. 1 ; TschANI (1994), p. 308 ; MEIER-SCHATZ (1986), p. 18-19 ; IMMENGA (1975), p. 89.

¹⁸⁸ WATTER (1990), no 119.

¹⁸⁹ WATTER (1990), no 118 ; PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 26.

bas ou par une surévaluation des apports de l'acquéreur. Ces dangers sont toutefois tempérés par des dispositions destinées à protéger les actionnaires¹⁹⁰.

§ 3 L'équivalence fonctionnelle et ses limites

I. Disparité des techniques et équivalence fonctionnelle

Comme l'illustre le tableau suivant, les diverses techniques de fusions et acquisitions varient selon leur objet juridique et la contre-prestation utilisable.

Caractéristiques des différentes techniques de fusions et acquisitions

	Objet juridique	Contre-prestation
Fusion	Réunion de sociétés	Actions aux actionnaires Espèces pour les rompus Dédommagement en nature, alternatif ou exclusif selon la LFus
Scission	Séparation d'une société	Actions aux actionnaires
Acquisition de patrimoine	Acquisition d'un patrimoine	Libre
Acquisition d'actions	Acquisition du contrôle par l'intermédiaire d'actions	Libre

Néanmoins, ces techniques poursuivent les mêmes objectifs économiques : réaliser des concentrations d'entreprises ou des prises de contrôle, ces deux composantes étant plus ou moins présentes selon la nature de la transaction. Elles sont donc par essence interchangeables. Par exemple, si l'acquéreur veut conserver les actionnaires de la société acquise, il peut procéder par une fusion, par une offre publique d'échange ou encore par une acquisition de patrimoine contre ses propres actions.

Dans le meilleur des cas, la volonté de maximiser les avantages et d'éviter les désavantages dicte le choix de la technique. Au pire, cette décision est basée sur des

¹⁹⁰ Voir notamment les règles sur la libération des apports (art. 652c CO renvoyant aux art. 633 ss CO) et le principe de l'usage des droits avec ménagements (*schonende Rechtsausübung*, art. 706 al. 2 ch. 3 CO).

facteurs qui ne devraient pas l'influencer. En termes économiques, les coûts de transaction, c'est-à-dire, d'une part, les frais pour mettre en œuvre la procédure et, d'autre part, les efforts destinés à minimiser la charge fiscale, déterminent quelle technique de fusions et acquisitions sera utilisée¹⁹¹. Comme, d'un point de vue fonctionnel, les différentes techniques d'acquisitions sont équivalentes¹⁹², le choix n'est pas dicté par la transaction envisagée, mais par le coût de chacune de ces procédures ou par des considérations fiscales.

L'équivalence fonctionnelle¹⁹³ appelle une harmonisation des règles applicables. Ce besoin d'un système cohérent se justifie surtout dans une optique de protection des actionnaires. En particulier, le conseil d'administration devrait avoir un rôle équivalent en termes de compétences et de devoirs.

Ce principe n'impose cependant pas une technique unique. Elle serait d'ailleurs difficile à mettre en place et peu adaptée aux besoins de la pratique. Le caractère hétéroclite des fusions et acquisitions résulte d'un compromis entre l'autonomie des parties et les besoins de sécurité du droit. Soumettre toutes ces opérations à une technique unique restreindrait trop l'autonomie des parties et conduirait à une solution trop peu flexible.

De même, il ne se justifie guère plus de soumettre toutes ces opérations à un régime juridique unique. Les acquisitions de patrimoine, les fusions et les scissions sont, certes, similaires : toutes modifient la composition du patrimoine social des sociétés parties à la transaction. C'est pourquoi des mesures de protection analogues en faveur des créanciers et des travailleurs se justifient. En revanche, les acquisitions d'actions s'en distinguent fortement : elles n'affectent pas directement le patrimoine de la société acquise. Lors de ces transactions, les créanciers et les tra-

¹⁹¹ PETER (1999a), p. 112. Sur les avantages et désavantages des différentes techniques TSCHÄNI (1998b), p. 23–27 ; NEUMANN (1994), p. 167–227 dont l'analyse se focalise sur les aspects liés au *financial engineering*, c'est-à-dire aux financement et rendement des différentes techniques de fusions et acquisitions.

¹⁹² Voir FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 57, no 33 et PETER (1999a), p. 112, parlent d'une équivalence économique entre ces techniques.

¹⁹³ Voir EISENBERG (1976), p. 218 ss. Avant EISENBERG, une théorie, dite de la *de facto merger*, avait été invoquée afin de qualifier des acquisitions de patrimoine de fusions en raison de leurs similitudes économiques (*Farris v. Glen Alden Corp.*, 143 A.2d 25, (Pa. 1958)). Le Delaware n'a pas suivi cette théorie, voir le *leading case*, *Hariton v. Arco Elec., Inc.*, 188 A.2d 123, 41 Del. Ch. 74, (Del. Ch. 1963). En tout état de cause, cette théorie ne s'étend pas aux cessions de contrôle.

EISENBERG s'est inspiré pour développer son système du droit de l'Ohio (§ 1701.83(A) Ohio Revised Code Annotated). Ce modèle ne fut pas suivi de façon générale, mais a néanmoins influencé le droit californien (voir Chapitres 10 et 11 du California General Corporation Law) et les Principles of Corporate Governance américain (voir § 6.02(b) Principles of Corporate Governance et la définition du transfert de contrôle § 1.38 Principles of Corporate Governance) qui furent tous deux préparés sous l'égide d'EISENBERG.

Comp. PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 132, note que la doctrine suisse exclut l'assimilation des « fusions de fait » aux véritables fusions et n'a jamais envisagé la cession de contrôle sous cet angle.

vaillours n'ont pas besoin de protection comparable à celle qui s'applique lors de fusions, de scission ou d'acquisitions de patrimoine¹⁹⁴.

En définitive, et cela constitue le cœur de notre thèse, l'équivalence fonctionnelle entre les techniques de fusions et acquisitions invite à mettre en place un régime cohérent et systématique. Indépendamment de la technique utilisée, si l'objectif économique ne varie pas, le rôle du conseil d'administration ne devrait pas changer et, inversement, il devrait se modifier, si une opération poursuit un objectif différent.

II. Limite structurelle à l'équivalence fonctionnelle des techniques : l'offre publique d'acquisition hostile

A. Accès direct aux actionnaires : élément distinctif des acquisitions d'actions

Si l'équivalence fonctionnelle prévaut en général, les acquisitions d'actions se distinguent des autres techniques, parce qu'elles ne requièrent pas la collaboration de la société ou de son conseil d'administration : une telle prise de contrôle suppose seulement que des actionnaires acceptent de vendre leurs titres.

Cette possibilité d'éviter le conseil d'administration est propre aux acquisitions d'actions, car les fusions ou les ventes de patrimoine doivent être négociées et planifiées avec la direction et le conseil d'administration et ne sont soumises à l'assemblée générale que si le résultat satisfait les organes précités.

En pratique, ces derniers interviennent quand même lors d'acquisition d'actions. Ils négocient avec l'acquéreur potentiel les termes de la transaction et lui remettent des informations sur la société – on parle alors de prise de contrôle amical¹⁹⁵. Leur contribution n'est toutefois pas nécessaire. Un acquéreur potentiel

¹⁹⁴ Généralement, l'atteinte à ces intérêts est consécutive à l'opération. Lors de certains types de transactions, notamment les *leveraged buy-outs*, lors desquels l'acquisition de fonds propres sont financés par des emprunts qui peuvent être indirectement remboursés par les actifs sociaux de la société acquise : par exemple, l'acquéreur obtient un financement auprès d'institutions tierces pour acquérir les actions. Dans un second temps, il fait « remonter » les actifs de la société acquise par des dividendes, rachats d'actions propres, réductions de capital, une fusion ou d'autres voies plus ou moins admissibles (garanties et prêts en faveur de l'acquéreur ou « *upstream* » *guarantees*), afin de rembourser partiellement les financements. A raison, seules les règles ordinaires sur la protection du capital sont applicables. Voir au sujet des *leveraged buy-outs* et des limites juridiques qui leur sont applicables TSCHÄNI (1991), § 6, no 7 ; Inderbitzin (1993), p. 87 ss ; TSCHÄNI (2000), p. 10 ss. Un autre moyen de faire « remonter » les actifs consiste à fusionner dans un second temps la société avec son acquéreur. A notre connaissance, aucun auteur suisse n'a critiqué la validité de principe de ce procédé. Comp. en droit français, Le Cannu (2002), no 1550 note que cette seconde étape requiert une véritable justification économique, à défaut les dirigeants sociaux s'exposent aux risques de sanctions pénales, Cass. com., 10 juillet 1995, JCP éd. E 1996 II 780, note Paillusseau, Rev. Sociétés 1996 312.

¹⁹⁵ PETER (1999c), p. 5.

peut acquérir le contrôle sans l'assistance des organes exécutifs, voire même malgré leur animosité – on parle alors d'acquisition hostile¹⁹⁶.

Utilisée à de telles fins, l'offre publique d'acquisition s'avère redoutable. Par son intermédiaire, un acquéreur potentiel peut s'adresser directement à tous les actionnaires d'une société publique, sans avoir à faire au conseil d'administration ni à la direction. Ces derniers ne participent alors pas à la transaction à moins de prendre des mesures de défense.

B. Rôle structurel des prises de contrôle hostiles

Comme l'offre publique d'acquisition ne requiert pas la collaboration du conseil d'administration ni de la direction, elle occupe une fonction différente des fusions et acquisitions ordinaires. En plus de regrouper des entreprises ou de transférer des droits de propriété, elle permet, en effet, de contester la gestion de l'administration en place. L'offrant peut prendre le contrôle afin de révoquer les administrateurs et leur en substituer de nouveaux. Comme GILSON le souligne, l'offre publique d'acquisition hostile joue donc un rôle structurel dans la *corporate governance*¹⁹⁷, comparable au droit de l'assemblée générale de révoquer les administrateurs¹⁹⁸.

Cette fonction dépasse le cadre des seules offres publiées. L'existence même de cette technique menace le conseil d'administration et la direction ; il leur rappelle qu'ils ne sont que les mandataires de la société nommés par les actionnaires : s'ils ne prennent pas suffisamment en compte l'intérêt de ces derniers, un offrant peut les y contraindre. Cette menace abstraite produit aussi des effets¹⁹⁹.

En définitive, l'offre publique d'acquisition hostile constitue non seulement un moyen de regrouper des entreprises ou de céder le contrôle, mais aussi de garantir le bon fonctionnement de la société anonyme²⁰⁰.

C. Problématiques propres aux prises de contrôle hostiles

En raison de cette fonction structurelle, les offres publiques d'acquisition hostiles posent de nombreux problèmes quant au rôle et la responsabilité du conseil d'administration²⁰¹. L'ensemble de l'administration et de la direction voit son mandat

¹⁹⁶ *Ibid.* ; STRAZZER (1993), p. 19–20 ; KUY (1989), p. 5–6.

¹⁹⁷ GILSON (1981), *passim*. Voir MEIER-SCHATZ (1988), p. 203 ; IMMENGA (1975), p. 90.

¹⁹⁸ Voir l'art. 705 al. 1 CO. GILSON (1981), p. 843–848, en déduit qu'il appartient aux actionnaires de décider en dernier lieu du bien-fondé d'une offre et que le management n'a pas à intervenir par des mesures de défense.

¹⁹⁹ EASTERBROOK/FISCHEL (1991), p. 173 ; MEIER-SCHATZ (1988), p. 203.

²⁰⁰ SHLEIFER/VISHNY (1997), p. 756 ; JENSEN (1988), p. 24–40 ; JARRELL/BRICKLEY/NETTER (1988) ; GILSON (1981) ; MANNE (1965).

²⁰¹ Il ne faut pas pour autant conclure que les offres amicales ne posent pas de problème. Le conseil d'administration peut aussi agir dans son intérêt égoïste, lors de ces opérations.

remis en question par des tiers sans qu'il ait son mot à dire. Par conséquent, il est parfois tenté de poursuivre son propre intérêt, le cas échéant au détriment de celui de la société et/ou des actionnaires. Il peut essayer d'empêcher l'offre de réussir et interdire à ces derniers de vendre ou échanger leurs titres à des conditions favorables et priver la société d'une gestion, par hypothèse, plus efficace.

Cette nature particulière des offres publiques d'acquisition hostiles suscite des questions supplémentaires : dans quelle mesure le rôle général du conseil d'administration doit-il différer des fusions et acquisitions ordinaires ? Ce dernier a-t-il le droit d'intervenir contre une offre publique d'acquisition, lorsqu'elle cherche à le mettre à l'écart, voire à l'évincer²⁰² ? Cette problématique est d'autant plus complexe qu'une acquisition, même hostile, ne cherche pas seulement à changer la gestion. Le plus souvent, ces acquisitions ont aussi pour but de prendre le contrôle ou de regrouper des entreprises, voire les deux à la fois.

Ces particularités supposent des solutions propres que nous aborderons ultérieurement²⁰³. Néanmoins, les prises de contrôles hostiles demeurent des prises de contrôle. Dès lors, elles restent fonctionnellement équivalentes aux autres techniques de fusions et acquisitions. Elles doivent être régies par les mêmes principes que les autres techniques, sauf lorsque leur fonction de gouvernement d'entreprise appelle une exception.

§ 4 Conclusion

Au terme de ce chapitre, deux conclusions s'imposent : premièrement, il existe un droit des fusions et acquisitions, mais, deuxièmement, il est éclaté et peu systématique.

Ces opérations sont variées : elles sont réglementées principalement par le droit des contrats, le droit des sociétés ou le droit boursier. Elles englobent : les fusions et les scissions, qui affectent l'essence des sociétés en transférant leur patrimoine et leurs membres ; les acquisitions d'actifs, qui ne concernent que le patrimoine des sociétés concernées et, enfin, les acquisitions d'actions, qui n'affectent que le sociétariat des sociétés concernées.

²⁰² PETER (1999c), p. 5 ; BERTSCHINGER (1998), p. 330. Ce conflit d'intérêts existe dans de toutes les formes de prises de contrôle. Cependant, dans la plupart des cas, la direction exige, lors des négociations qui les précèdent certaines concessions de la part de l'acquéreur. Il peut par exemple demander le maintien de l'équipe en place ou l'octroi de substantielles indemnités de départ. PETER (1999c), *ibid.* Si l'acquéreur ne cède pas, il ne peut pas prendre le contrôle de la société par ce biais. Il ne peut surmonter cette barrière que s'il parvient à éviter le conseil d'administration ; c'est précisément ce que lui permet l'offre publique d'acquisition. GILSON (1981), p. 843-844 et 850 ; EASTERBROOK/FISCHEL (1981), p. 1200.

²⁰³ Voir *infra* chapitre 5.

La nature de la contre-prestation varie en fonction de l'opération. Les fusions et les scissions ne sont en principe « payées » qu'avec des actions remises aux actionnaires. Les autres techniques peuvent, en revanche, recourir à toutes les formes envisageables (espèces, titres de créances, actions, etc.).

Néanmoins, ces techniques sont équivalentes fonctionnellement. Elles permettent de regrouper des entreprises ou d'en transférer le contrôle. Elles posent les mêmes problèmes et aboutissent au même résultat économique. C'est pourquoi il convient de les appréhender et de les réglementer comme un tout. L'argument selon lequel leur nature varie ne nous convainc pas, car seul le résultat de l'opération importe. D'ailleurs les praticiens l'ont bien compris, ils n'hésitent pas à se servir de la quasi-fusion ou de la fusion de fait lorsque la fusion au sens propre ne les satisfait pas.

Nous ne préconisons pas l'abolition de cette diversité. Nous suggérons seulement une réglementation systématique et cohérente pour toutes les formes d'opérations. Cette grille de lecture va donc déterminer notre analyse du rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions abordé dans les chapitres suivants.

CHAPITRE 2 RÉPARTITION DES COMPÉTENCES

§ 1 Introduction

Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions s'analyse en termes de compétences et de devoirs. Ce chapitre va se pencher sur les premières.

L'examen de l'organisation de la société anonyme met en évidence la position ambivalente du conseil d'administration. D'une part, il doit des comptes aux actionnaires, les propriétaires économiques de la société anonyme et, d'autre part, il est à la tête de l'exécutif. Il ne s'occupe pas personnellement de la gestion, mais la délègue à la direction. Son rôle se définit par rapport à l'assemblée générale, d'un côté, et face aux dirigeants sociaux, de l'autre. Cette grille de lecture s'applique à l'analyse des fusions et acquisitions, bien que l'importance de ces décisions mette l'accent sur la répartition des compétences entre le conseil d'administration et les actionnaires et occulte largement les interactions au sein des organes de gestion.

Nous circonscrivons dans un premier temps les activités du conseil d'administration et de la direction, par rapport aux compétences des actionnaires ou plus précisément de leur organe plénier, l'assemblée générale. Puis, nous examinerons l'influence de l'exécutif sur les décisions de l'assemblée générale. Enfin, nous délimiterons les attributions du conseil d'administration par rapport aux autres organes de gestion et, en particulier, la direction.

§ 2 Répartition entre le conseil d'administration et l'assemblée générale

I. Généralités

A. Système général

Depuis la révision de 1991, le droit suisse des sociétés anonymes a réparti les compétences conformément à la théorie de la parité et dote chaque organe social d'attributions propres²⁰⁴. Chaque pouvoir est, dans ce système, assorti d'un contre-

²⁰⁴ Voir HOMBURGER (1997), ad art. 716a CO, no 514 ; KAMMERER (1997), p. 65 ; BÖCKLI (1996), no 1256 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 20, no 9 ; DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 698 CO, no 8 ; FORSTMOSER (1994a), p. 170 ; DESSEMONTET (1993), p. 24.

pouvoir, non sans analogie avec la séparation des pouvoirs du droit constitutionnel. Le conseil d'administration et l'assemblée générale sont tous deux dotés d'un noyau dur de compétences propres qui ne peuvent pas leur être retirées et qu'ils ne peuvent pas transmettre²⁰⁵. Toute attribution contraire à ces principes serait nulle²⁰⁶.

En dehors de ce noyau dur, les statuts sont libres de répartir les compétences entre ces deux organes²⁰⁷. Le principe de la parité impose toutefois une restriction à la liberté d'organisation du conseil d'administration : ce dernier ne saurait déléguer la gestion sociale à l'assemblée générale, qu'il pourrait ainsi instruire, conséquence absurde compte tenu du but de cette théorie²⁰⁸. Il peut toutefois, s'il l'estime nécessaire, lui soumettre une décision pour ratification²⁰⁹. Dans ce cas, ce scrutin n'a qu'une portée consultative. Tout au plus, peut-il avoir l'effet d'une décharge anticipée : approuvant l'acte, les actionnaires et la société renoncent à rechercher les membres du conseil d'administration pour tout dommage causé par la décision²¹⁰.

²⁰⁵ Voir l'art. 698 al. 2 CO et l'art. 716a al. 1 CO. L'addition du terme « *unentziehbar* » par le Conseil des Etats, lors de la révision du droit des sociétés anonymes (voir B.O.C.E. 1988, p. 514 s.), visait précisément à renforcer la parité des compétences des deux organes.

²⁰⁶ Art. 706b ch. 3 CO. DREIFUSS/LEBRECHT (1994), ad art. 698 CO, no 13 ; BÖCKLI (1996), no 1929. *Contra* MÜLLER (1992), p. 88.

²⁰⁷ Voir l'art. 716 al. 1 CO in fine.

²⁰⁸ BERTSCHINGER (1999), nos 261–262 ; BÖCKLI (1996), no 1259e ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 30, no 71. *Contra* MÜLLER (1992), p. 787. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 9 juillet 1974, *Dürst-Wismer c. Liegenschaften und Beteiligungen AG*, ATF 100 II 384, JT 1975 I 334, consid. 2a, p. 337.

²⁰⁹ Comp. en droit allemand, § 119(2) AktG qui prévoit expressément que l'assemblée générale peut statuer sur des objets relatifs à la gestion sur proposition du directoire.

DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 698 CO, no 8a ; TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 395, note 86 ; WATTER (2002a), ad art. 716 CO, no 7 ; HIRSCH (1997), p. 14 ; KAMMERER (1997), p. 131 ; BÖCKLI (1996), no 1259k ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 30, nos 72–73 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 175 ; FORSTMOSER (1994a), p. 176–177 ; MÜLLER (1992), p. 786. Voir HOMBURGER (1997), ad art. 716a CO, nos 519 et 526. Contre toute forme de consultation dans le domaine des compétences intransmissibles et inaliénables, DREIFUSS/LEBRECHT (1994), ad art. 698 CO, no 13.

Sous l'ancien droit, cette décision était admise, nonobstant la parité des compétences des organes. Arrêt du Tribunal fédéral du 9 juillet 1974, *Dürst-Wismer c. Liegenschaften und Beteiligungen AG*, ATF 100 II 384, JT 1975 I 334, consid. 2a, p. 337 ; arrêt du Tribunal fédéral du 25 février, *Allega S.A. et consorts c. Gschwind*, ATF 83 II 57, consid. 3, p. 64, JT 1957 I 568.

Dans un arrêt récent, le Tribunal fédéral a considéré que la ratification par l'assemblée générale pouvait s'imposer, lorsque l'ensemble du conseil d'administration ne peut plus statuer dans l'intérêt de la société en raison de conflits d'intérêts. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 3 juillet 2000, *G. Schwendler SA en faillite c. Kaufmann & Co*, ATF 126 III 361, JT 2001 I 131. Cet avis avait déjà été formulé en doctrine, voir BÖCKLI (1996), no 1259m ; VON DER CRONE (1994a), p. 9 et 10 ; sous l'ancien droit, ZOBL (1989), p. 310 (ce procédé est compatible avec le principe de la parité des organes).

²¹⁰ La portée précise de ce vote est contestée : pour une partie de la doctrine, il ne s'agit que d'un avis consultatif n'ayant aucun effet, si ce n'est à l'égard des actionnaires s'étant prononcé en sa faveur. Notamment FORSTMOSER (1994a), p. 176–177. Pour d'autres, il s'agit d'une véritable décision sociale engageant la société, DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 698 CO, no 8a ; WATTER (2002a), ad art. 716 CO, no 7 ; HIRSCH (1997), p. 14 ; MÜLLER (1992), p. 786 ; MÜLLER (1992), p. 786.

A notre avis, il s'agit d'une décision consultative qui ne lie pas le conseil d'administration, mais qui vaut décharge au sens de l'art. 758 CO. TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 395, note 86.

B. Absence de systématique lors des fusions et acquisitions

Ce système général, basé sur l'équilibre des pouvoirs, s'effondre lors de fusions et acquisitions. Les règles de répartition des compétences souffrent, dans ce domaine, de l'absence d'une approche cohérente et systématique. Non seulement le droit suisse n'appréhende pas les différentes techniques de fusions et acquisitions comme un ensemble cohérent, mais encore il ne recourt pas aux mêmes méthodes pour répartir les compétences : tantôt, il régit expressément cette question, tantôt, il applique les règles générales. Or, comme ces dernières sont inadéquates, la jurisprudence intervient pour aménager le droit à la nature spéciale de ces opérations.

Nous analyserons les règles de répartition des compétences en trois temps : d'abord, nous examinerons les règles spéciales. Dans un second temps, nous nous tournerons vers les règles générales d'attribution de compétence afin d'observer leur influence lors des fusions et acquisitions. Enfin, après un bref détour par le droit comparé, nous proposerons une approche alternative du problème et suggérerons un système de répartition des compétences fondé sur l'équivalence fonctionnelle entre ces différentes techniques.

En revanche, nous n'examinerons pas l'acceptation des offres publiques d'acquisition ni la légitimité des mesures de défense²¹¹, question qui revient à déterminer si la société – et, le cas échéant, lequel de ses organes – peut empêcher les actionnaires d'accepter l'offre, car cette problématique dépasse le cadre de la simple répartition des compétences. Elle s'inscrit en parallèle des rapports entre la liberté de choix des actionnaires et le rôle du conseil d'administration lors de la négociation des opérations de fusions et acquisitions²¹².

II. Règles spécifiques

A. Fusion

1. En général

La loi sur la fusion répartit expressément les compétences lors de fusions et de scissions. Les fusions sont conclues en deux temps : d'abord, les sociétés concluent le contrat de fusion que chacune ratifie par une décision de fusion. A chaque étape, la compétence est répartie différemment.

Les organes supérieurs de direction ou d'administration²¹³, c'est-à-dire le conseil d'administration²¹⁴, concluent le contrat, puis, l'assemblée générale est

²¹¹ Voir *infra* chapitre 5.

²¹² Voir *infra* chapitre 4 § 3.

²¹³ Art. 12 LFus.

²¹⁴ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 4061, no 2.1.2.4, ad art. 12 P-LFus.

compétente pour la décision de fusion et la ratification du contrat. Elle ne se prononce toutefois que sur le principe de ce dernier, sans pouvoir en modifier les termes²¹⁵.

Cette décision doit recueillir la majorité qualifiée des deux tiers des voix attribuées aux actions représentées et à la majorité absolue de leurs valeurs nominales²¹⁶. Si la fusion prévoit un dédommagement exclusif, privant les actionnaires de leur droit au sociétariat, elle doit même réunir le consentement de 90% des « associés »²¹⁷. Bien que la loi sur la fusion ne définisse pas cette notion, il faut entendre, en matière de société anonyme, une référence à un vote par action, chacun incorporant un droit de sociétariat^{218/219}.

2. Fusions simplifiées

La fusion simplifiée permet d'éviter le vote de l'assemblée générale²²⁰. Cette option ne se fonde pas sur des considérations dogmatiques, mais résulte d'un constat pragmatique : les décisions des assemblées générales ne représentent parfois qu'une formalité.

Dans les trois hypothèses prévues par la loi, elle n'est envisageable que si l'opération est soutenue par des actionnaires détenant suffisamment de droits de vote pour imposer leur volonté. Dans les deux premières, la fusion est même unanimement approuvée, parce que la société reprenante détient l'ensemble du capital de la société reprise²²¹ ou parce que l'opération se fonde sur un contrat conclu entre tous les associés²²².

Dans la troisième hypothèse, la société reprenante détient au moins 90% des droits de vote attribués aux actions de la société reprise. Les actionnaires très mi-

²¹⁵ *Ibid.*

²¹⁶ Art. 12 al. 2 et 18 al. 1 LFus. Art. 7(1) troisième directive 78/855/CEE du conseil du 9 octobre 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les fusions de sociétés anonymes.

²¹⁷ Art. 18 al. 5 LFus.

²¹⁸ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE (2000), § 19, no 1 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ (2000), § 16, no 94.

²¹⁹ En présence d'actions à droit de vote privilégié, à notre sens, l'art. 18 al. 5 LFus doit se comprendre comme se rapportant aux voix comptées par actions (c'est-à-dire avec les privilèges). Or, si l'on se limite à appliquer l'art. 18 al. 5 LFus, les détenteurs d'actions ordinaires perdent la protection que leur accorde la majorité de l'art. 704 al. 1 CO. Cette disposition exige l'approbation des deux tiers des voix représentées et la majorité des valeurs nominales attribuées aux actions représentées. Au contraire, l'art. 18 al. 5 LFus se réfère exclusivement au nombre d'actions. Cette solution est contraire au but de la majorité qualifiée de l'art. 18 al. 5 LFus. Par conséquent, face à une lacune de la loi, il faut interpréter l'art 18 al. 5 LFus comme exigeant la majorité de 90% des voix attribuées à toutes les actions de la société (représentées ou non) et la majorité simple du capital représenté (selon l'art. 704 al. 1 CO).

²²⁰ Art. 24 al. 1 et art. 24 al. 2 LFus.

²²¹ Art. 23 al. 2 lit. a LFus.

²²² Art. 23 al. 1 lit. b LFus.

noritaires ne peuvent donc pas empêcher l'assemblée générale de statuer. La loi sur la fusion entend néanmoins les ménager, c'est pourquoi la suppression de leurs droits démocratiques est compensée par un droit de sortie, sous forme d'un dédommagement alternatif²²³. Un actionnaire mécontent ne peut alors plus vociférer à l'assemblée générale, mais a le droit de quitter la société en acceptant le dédommagement.

B. Scission

Les diverses formes de scissions suivent la même structure de répartition des compétences que les fusions. Ainsi, le conseil d'administration de la société scindée est compétent pour arrêter le projet de scission qui détermine les modalités de l'opération²²⁴. Le cas échéant, ce projet doit d'abord être négocié avec la société reprenante, si cette dernière précède l'opération, et revêtir la forme d'un contrat²²⁵.

Puis, les assemblées générales des sociétés participantes, c'est-à-dire celle de la société scindée et, si elle préexiste à la scission, celle de la société reprenante, doivent approuver le projet, respectivement le contrat de scission, et décider de réaliser l'opération²²⁶. Tout comme pour les fusions, la loi sur la fusion se limite à donner aux actionnaires la possibilité d'accepter ou de refuser la transaction et ne leur permet pas d'y apporter des modifications.

La décision doit recueillir la même majorité qualifiée que lors d'une fusion, soit les deux tiers des voix attribuées aux actions représentées et la majorité absolue de leurs valeurs nominales²²⁷. Toutefois, lors de scissions asymétriques, c'est-à-dire lorsque les actionnaires de la société transférante ne reçoivent pas une participation proportionnelle dans toutes les sociétés reprenantes²²⁸, 90% des « associés »²²⁹ doivent approuver la transaction²³⁰. Par ailleurs, en l'absence de règle sur la scission simplifiée comparable à la fusion simplifiée, cette opération suppose toujours la décision de l'assemblée générale, même si elle ne représente qu'une formalité.

²²³ Art. 23 al. 2 LFus.

²²⁴ Art. 36 al. 1 et 2 LFus.

²²⁵ Art. 36 al. 2 LFus.

²²⁶ Art. 36 al. 3 LFus.

²²⁷ Art. 43 al. 2 LFus.

²²⁸ Par exemple, une société exploite deux divisions : une papier et une fibre. Si la société se scinde en deux, lors d'une scission ordinaire ou symétrique, tous les associés conservent une participation dans les deux sociétés issues de la scission. Lors d'une scission asymétrique, en revanche, il est possible d'attribuer à certains associés des participations dans la division fibre exclusivement et à d'autres des participations dans la division papier.

²²⁹ Voir *supra* note 219, sur notre interprétation de cette notion.

²³⁰ Art. 43 al. 3 LFus.

III. Application des règles générales

A. Compétence résiduelle du conseil d'administration

Le conseil d'administration dispose de la compétence résiduelle²³¹. Il peut à ce titre prendre les décisions qui n'ont pas été attribuées à l'assemblée générale par la loi ou les statuts. Or, une compétence expresse n'est prévue qu'en matière de fusions et de scission.

Toutes les autres techniques, les acquisitions d'actifs ou d'actions ainsi que les transferts de patrimoine, ne sont pas pour autant du ressort du conseil d'administration. Si la transaction implique une décision de la compétence de l'assemblée générale, celle-ci peut être appelée à se prononcer. L'augmentation de capital constitue un des principaux motifs d'intervention, mais non le seul, car la jurisprudence a transféré de nombreuses compétences à l'assemblée générale. Dans la section suivante, nous examinerons, successivement ces deux fondements de la compétence de l'assemblée générale.

B. Augmentation de capital

1. *Champ d'application*

Les opérations de fusions et acquisitions requièrent fréquemment une augmentation de capital de l'acquéreur, par exemple, lorsque celui-ci utilise ses actions comme contre-prestation. Plus rarement, la souscription de nouvelles actions constitue un moyen pour prendre le contrôle de l'émetteur. La modification du capital-actions n'est cependant pas une étape incontournable : par exemple si l'acquéreur possède suffisamment d'actions propres pour financer l'acquisition ou s'il utilise d'autres moyens de paiement.

2. *Double nature de l'augmentation de capital*

Le système de répartition de compétences relatives à l'augmentation de capital s'explique par la double nature de cette opération : d'un côté, elle entraîne une modification fondamentale de la structure de la société anonyme. Elle lui permet de créer de « nouvelles places » d'associés en son sein et dilue le poids relatif des anciennes actions en termes de droits de vote. A l'extrême, elle va jusqu'à transférer le contrôle aux nouveaux actionnaires²³². De l'autre côté, une augmentation de capital est aussi un moyen de financer ses activités ; elle constitue une alternative à d'autres voies, comme les prêts bancaires ou les emprunts obligataires.

²³¹ Art. 716 al. 1 CO.

²³² Voir *supra* p. 34.

Ces deux traits se manifestent à des degrés plus ou moins marqués, lors de chaque augmentation de capital : par exemple, plus son importance relative croît, plus elle affecte la structure du contrôle. En revanche, dans une société publique à actionnariat dispersé, le poids relatif de chaque actionnaire est déjà très faible. Une augmentation de capital, même importante, ne modifie pas significativement sa structure, à moins qu'elle ne permette à certaines personnes de prendre des participations importantes²³³.

Cette dualité rend problématique la répartition des compétences. En tant que décision de financement, elle devrait revenir à l'exécutif social, comme c'est le cas pour d'autres techniques de ce type. Inversement, en tant qu'acte modifiant la structure de la société anonyme²³⁴, elle devrait revenir aux actionnaires réunis en assemblée générale.

Dans une perspective comparatiste, traditionnellement, les droits des différents Etats américains font prévaloir l'aspect financier et attribuent au conseil d'administration la compétence d'augmenter le capital²³⁵. En revanche, les droits européens donnent un poids plus important à la modification de la structure sociale et confèrent cette compétence à l'assemblée générale. Ils ne tolèrent qu'exceptionnellement sa délégation au conseil d'administration sur la base d'un capital autorisé²³⁶.

²³³ Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision SA*, ATF 121 III 219, JT 1996 I 162, consid. 2, p. 179, qui considère qu'une suppression du droit préférentiel de souscription est moins problématique dans une grande société publique que dans une petite ou moyenne entreprise. Voir au Delaware, *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990) qui distingue les devoirs du conseil d'administration lors des cessions de contrôle, à ceux lors des regroupements de sociétés publiques négociés d'égal à égal et à l'issue desquels ne surgit aucun actionnaire prédominant.

²³⁴ EASTERBROOK/FISCHEL (1991), p. 79, sur la nécessité d'un vote des actionnaires sur les changements fondamentaux.

²³⁵ DOOLEY (1995), p. 166–167. Voir notamment § 152 DGCL ; § 6.21 MBCA.

²³⁶ La compétence appartient en principe à l'assemblée générale, art. 25(1) deuxième directive 77/91/CEE du 13 décembre 1976 tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les Etats membres des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital. L'art. 25(2) de la même directive permet aux sociétés d'autoriser, pour une période de 5 ans au maximum, un autre organe à procéder à une augmentation de capital d'un montant maximal déterminé.

En droit français, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour décider une augmentation de capital. Toutefois, elle peut déléguer cette compétence au conseil d'administration ou au directoire, notamment sous forme d'une délégation globale fixant deux plafonds (l'un pour les émissions avec droit préférentiel de souscription, l'autre pour les émissions sans). Dans le cadre de cette délégation, les organes exécutifs peuvent librement décider des émissions. Art. L. 225–129 s. C.com. Voir COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY (2002), no 993 ; LE CANNU (2002), nos 1099 ss.

En droit allemand, voir § 182 AktG et § 202 AktG qui prévoient le principe d'une augmentation ordinaire par l'assemblée principale et la possibilité d'augmentation autorisée d'un montant maxi-

S'inscrivant dans cette deuxième tradition, le droit suisse confère à l'assemblée générale la compétence de principe pour décider des augmentations de capital. Toutefois, notamment afin de permettre aux sociétés de procéder rapidement à des acquisitions d'entreprises²³⁷, la loi permet aux actionnaires d'autoriser le conseil d'administration à augmenter le capital au maximum à concurrence de la moitié du capital-actions pendant une période de deux ans²³⁸.

Cette délégation est soumise à des conditions. Elle doit prévoir le cadre de l'augmentation, notamment en termes de montant maximal et de durée de l'autorisation²³⁹. En revanche, une fois donnée, l'assemblée générale ne peut plus intervenir contre une augmentation autorisée, si ce n'est pour la révoquer.

3. Application aux fusions et acquisitions

Lorsqu'une fusion ou une acquisition nécessite une augmentation de capital, les règles applicables à cette catégorie de décisions sociales déterminent si la transaction est soumise au vote des actionnaires réunis en assemblée générale. Le conseil d'administration ne peut aller de l'avant que s'il dispose d'un capital autorisé suffisant²⁴⁰.

Dans les autres cas, l'assemblée générale doit être consultée. Elle statue alors le plus souvent à la majorité qualifiée des deux tiers des voix et la majorité absolue des valeurs nominales des actions représentées²⁴¹, car, dans ce domaine, l'opération suppose un apport en nature ou une reprise de biens²⁴² ainsi que la suppression du droit préférentiel de souscription²⁴³.

Non seulement cette compétence permet aux actionnaires de se prononcer sur l'opportunité de l'acquisition, mais encore elle rend plus difficile le transfert du contrôle sur la société émettrice par le conseil d'administration sans leur accord. En limitant le montant de l'augmentation de capital autorisé à la moitié du capital-actions existant avant l'augmentation de capital, le législateur a cherché à empêcher ce dernier de remettre à un nouvel investisseur un paquet d'actions suffisant pour transférer le contrôle²⁴⁴.

mal égal au plus à la moitié du capital-social existant à ce moment.

²³⁷ Voir le Message concernant la révision du droit des sociétés anonymes du 23 février 1983, p. 128 (voir aussi p. 54) : « [l'augmentation du capital autorisé] a été conçue en particulier pour permettre la préparation [sic] des actions destinées à l'acquisition d'entreprises ou à la prise de participations. » Voir également l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision SA*, ATF 121 III 219, JT 1996 I 162, sur la possibilité d'autoriser le conseil d'administration de supprimer ou limiter le droit préférentiel de souscription lors d'une augmentation de capital autorisée.

²³⁸ Art. 651 al. 2 CO.

²³⁹ Art. 651 al. 1 et 2 CO.

²⁴⁰ Art. 651 al. 2 CO.

²⁴¹ Art. 704 al. 1 CO.

²⁴² Art. 704 al. 2 ch. 5 CO.

²⁴³ Art. 704 al. 2 ch. 6 CO.

²⁴⁴ Voir le Message concernant la révision du droit des sociétés anonymes du 23 février 1983, p. 56.

Cette limite est cependant relative. L'augmentation de capital autorisé peut en effet représenter au maximum le tiers du capital-actions après l'augmentation de capital²⁴⁵. Si le conseil d'administration par hypothèse émet l'ensemble à un actionnaire qui détient déjà 25% du capital, il lui transfère le contrôle.

En synthèse, les règles sur la répartition des compétences contraignent le conseil d'administration à obtenir l'approbation de l'assemblée générale, lorsque l'opération requiert une émission de nouvelles actions excédant un éventuel capital autorisé. Autrement dit, ces prescriptions soumettent impérativement à l'assemblée générale les opérations importantes financées par l'émission de nouvelles actions²⁴⁶. Dans les autres cas, le conseil d'administration conserve sa compétence résiduelle. Il peut décider seul toutes les acquisitions financées par d'autres moyens que des actions nouvellement émises (ou éventuellement par l'émission d'obligations convertibles²⁴⁷) indépendamment de leur importance économique. Par exemple, il peut procéder à de petites opérations financées sur la base d'un capital autorisé ou par la trésorerie.

C. Règles de compétences jurisprudentielles

1. *Elargissement des compétences de l'assemblée générale*

À la lecture de la loi, seules les règles propres à certaines techniques de fusions et acquisitions ainsi que celles sur les augmentations de capital dérogent à la compétence générale du conseil d'administration dans ce domaine. Toutefois, la jurisprudence a étendu les attributions de l'assemblée générale par une interprétation extensive des notions de modification du but social et de liquidation de la société. Ainsi, les décisions qui, de fait, emportent ces conséquences relèvent de la compétence exclusive de l'assemblée générale.

2. *Modification de fait du but social*

L'affaire *FABAG* constitue le *leading case* en matière de modification de fait du but social²⁴⁸ : l'assemblée générale de la société FABAG, active dans la publication, avait décidé de procéder à une « quasi-fusion ». Plus précisément, elle avait approuvé

²⁴⁵ Relevons d'ailleurs que les règles sur les actions propres ont le même effet, car, en principe, comme la société ne saurait détenir des actions propres représentant plus de 10% du capital-actions (voire 20% du capital-actions en cas d'acquisition d'actions propres liées à des clauses d'agrément), le conseil d'administration ne peut céder le contrôle avec des actions propres seules.

²⁴⁶ Voir le Message concernant la révision du droit des sociétés anonymes du 23 février 1983, p. 56.

²⁴⁷ L'art. 653 CO soumet à une clause statutaire expresse la faculté de recourir à un capital conditionnel pour couvrir l'exercice de droits de conversion ou d'option liés à des emprunts obligataires.

²⁴⁸ Arrêt du Tribunal fédéral du 9 juillet 1974, *Dürst-Wismer c. Liegenschaften und Beteiligungen AG*, ATF 100 II 384, JT 1975 I 334.

une convention d'apport de son entreprise à une filiale, en échange d'actions de cette dernière. Cette opération transformait FABAG en une société holding pure. Un actionnaire contesta cette décision, argumentant qu'elle était annulable, voire nulle, à la forme, parce que l'assemblée générale n'était pas compétente de par la loi.

Le Tribunal fédéral rejeta son action. Il ne se contenta pas de rappeler que le conseil d'administration est libre de soumettre toute décision à l'assemblée générale pour approbation²⁴⁹, mais ajouta qu'une « [modification] de la nature et de l'organisation de la société (transformation de la société d'exploitation en une société de gestion et de participations) en étendant d'une part et en restreignant d'autre part le cercle des affaires sociales » constitue, en fait, une modification du but social et nécessite, dès lors, une décision de l'assemblée générale²⁵⁰. A défaut, les actes du conseil d'administration seraient nuls et la société ne serait pas engagée, faute de pouvoir de représentation²⁵¹.

La doctrine déduit de cet arrêt l'existence d'une catégorie de transactions qui reviennent à modifier de fait le but social et qui sont par conséquent soumises à l'approbation de l'assemblée générale. Plus précisément, cette dernière doit accepter la modification, avant que l'opération puisse être menée à bien²⁵².

Concrètement, une opération relève de cette catégorie, dès que l'aliénation de parties essentielles de l'entreprise l'empêche de poursuivre le but statutaire. Si la société en cumule plusieurs, l'impossibilité de rechercher un seul d'entre eux suffit à emporter une modification du but social. Par exemple, lorsqu'une société qui a pour but de fabriquer et distribuer des vêtements cède ses usines et se limite à la seconde activité, elle modifie en fait son but social²⁵³.

Une modification de fait du but statutaire ne doit pas être admise à la légère²⁵⁴. L'importance quantitative de la cession n'est pas seule en cause. Cette qualification

²⁴⁹ Arrêt du Tribunal fédéral du 9 juillet 1974, *Dürst-Wismer c. Liegenschaften und Beteiligungen AG*, ATF 100 II 384, JT 1975 I 334, consid. 2a, p. 337. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 février, *Allega S.A. et consorts c. Gschwind*, ATF 83 II 57, consid. 3, p. 64, JT 1957 I 568 (considérant que l'approbation d'un contrat par l'assemblée générale vaut décharge de la responsabilité des organes à l'égard de la société). Voir la note de von GREYERZ (1976), p. 172, qui relève que le Tribunal fédéral aurait pu s'arrêter là.

²⁵⁰ Arrêt du Tribunal fédéral du 9 juillet 1974, *Dürst-Wismer c. Liegenschaften und Beteiligungen AG*, ATF 100 II 384, JT 1975 I 334, consid. 2b, p. 338–339. KUMMER (1976), p. 154, relève que dans un cas de modification du but social, les statuts auraient également dû être amendés. Par conséquent, une simple décision de l'assemblée générale ne saurait suffire à approuver une modification de fait du but social. Or, le Tribunal fédéral n'a pas exigé cet amendement dans le cas d'espèce.

²⁵¹ Art. 718a al. 1 CO ; BÜCHI (2001), p. 144 ; LOSER-KROGH (2000), p. 1099 ; BOHRER (1997), § 11, no 36 ; BÖCKLI (1996), no 1962d ; WATTER (1985), no 178. L'exigence de bonne foi suppose que la contrariété au droit soit reconnaissable.

²⁵² BOHRER (1997), § 11, no 32 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 22, no 72 ; TSCHÄNI (1991), § 8, nos 14–16.

²⁵³ Voir la Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc sur Holvis AG*, RSDA 67 (1995), p. 186, p. 187.

²⁵⁴ BÜCHI (2001), p. 142 ; BOHRER (1997), § 11, nos 37–38 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 22, no 78.

n'est pas retenue, par exemple, si malgré une cession conséquente, la société reste qualitativement équipée pour déployer des activités en vue de la réalisation du but social²⁵⁵. Une telle aliénation constitue néanmoins un indice dans le sens contraire. Il en va ainsi par exemple, lorsqu'une société aliène une partie importante de ses outils de production ou de ses immobilisations financières ou, encore, lorsqu'elle réduit substantiellement son cercle d'affaires²⁵⁶.

La frontière est plus difficile à délimiter lorsque la transaction ne restreint pas le champ d'activités de la société, mais l'étend. Premièrement, cette dernière peut poursuivre de nombreuses activités à titre accessoire afin de réaliser le but social. Dans ce cas, la sécurité du droit incite à protéger les tiers. Il convient donc d'être restrictif pour considérer qu'une activité sort de ce cadre²⁵⁷.

Deuxièmement, les statuts des sociétés permettent souvent au conseil d'administration de décider de nombreuses acquisitions. Toutefois, une clause prévoyant comme but « *l'acquisition d'entreprises, de parties d'entreprise, ainsi que des participations* » ne lui permet pas d'acquérir une entreprise active dans un domaine totalement étranger au but social. Cette clause de style doit donc être réduite à la volonté réelle qui l'a inspirée, c'est-à-dire permettre des prises de participations ou des acquisitions d'entreprise dans le cadre du domaine d'activités de la société²⁵⁸.

La même approche s'applique aux buts statutaires très larges, mais qui ne sont pas ou plus poursuivis intentionnellement²⁵⁹ et qui, de ce fait, ont été abrogés. Une décision de l'assemblée générale s'impose pour les faire revivre à l'occasion d'une acquisition²⁶⁰.

En synthèse, l'assemblée générale doit être consultée, dès qu'une opération modifie en fait le but social, en élargissant ou en restreignant le domaine d'activités de la société. Dans le domaine des fusions et acquisitions, cette règle s'applique à de nombreuses situations : une acquisition de participations transformant la société

²⁵⁵ TSCHÄNI (1991), § 8, nos 14–16 ; WATTER (2002a), ad art. 718a CO, no 4.

²⁵⁶ WATTER (2002a), ad art. 718a CO, no 4 ; BÜCHI (2001), p. 142 ; BOHRER (1997), § 11, nos 37–38 ; BÖCKLI (1996), no 1962c. Plus nuancés dans le cadre de scission de fait en vue d'une IPO, WATTER/REUTTER (2002), p. 19–20.

WATTER/REUTTER (2002), p. 21 ; BÜCHI (2001), p. 142 ; HANDSCHIN (1994), p. 106, considèrent que si la clause se limite à une faculté, il n'y a pas modification de fait du but social. Cette analyse ne convainc pas, car la clause doit décrire le domaine d'activités de la société. Si la société renonce à poursuivre l'une de ses activités, elle modifie son but.

²⁵⁷ WATTER (2002a), ad art. 718a CO, no 4.

²⁵⁸ Art. 18 CO ; TSCHÄNI (1991), § 8, nos 17 et 18. Dans le même sens, BÜCHI (2001), p. 142.

²⁵⁹ L'intention relève dans ce cas d'une véritable stratégie, et non d'une volonté contrainte par le cours des affaires. Ainsi, une société qui aurait par le passé cessé une partie de ses activités pour se relier sur son noyau dur lors d'une crise financière ou une société en développement ne devraient pas être considérées comme ayant intentionnellement renoncé à une partie de leur but social.

²⁶⁰ *Contra* WATTER/REUTTER (2002), p. 21, estiment qu'une clause de but n'impose pas une activité, mais la permet. Or, leur analyse revient à vider entièrement la clause de but de tout sens. Dans ce second sens, BÜCHI (2001), p. 142. HANDSCHIN (1994), p. 106.

en holding, un *spin-off*, c'est-à-dire l'aliénation d'une branche d'activité pour en faire une nouvelle société indépendante, ainsi que certaines acquisitions dans de nouveaux secteurs pour réaliser des développements « stratégiques »²⁶¹.

3. Liquidation de fait

Le champ des compétences du conseil d'administration se réduit en faveur de l'assemblée générale lors de liquidations de fait. Selon la jurisprudence, ce cas de figure couvre « l'aliénation de toute l'exploitation avec tous les actifs »²⁶² sans suivre la forme prescrite pour une liquidation²⁶³. Dans cette hypothèse, contrairement à la modification de fait du but social, la société renonce à poursuivre une quelconque activité et, après remboursement des dettes, le produit de l'aliénation n'est pas utilisé pour financer des activités commerciales, mais est remis aux actionnaires par une distribution de dividende ou par une véritable liquidation ou, du moins, est simplement thésaurisé²⁶⁴.

La société ne doit pas pour autant aliéner l'intégralité de ses actifs pour se liquider de fait : il suffit qu'elle se sépare des éléments nécessaires à la poursuite de l'exploitation sociale. De même, l'entier du fonds de commerce ne doit pas être réalisé, il est suffisant qu'elle ne puisse plus exercer d'activités avec son patrimoine (à moins de le réinvestir)²⁶⁵.

Comme la liquidation ordinaire, les actes constitutifs d'une liquidation de fait doivent être précédés d'une décision de l'assemblée générale²⁶⁶. A défaut, la décision du conseil d'administration est nulle et n'engage pas la société, sous réserve d'une ratification subséquente.

4. Liquidation partielle ?

BÖCKLI envisage une troisième catégorie d'actes soumis à l'assemblée générale : la liquidation partielle, c'est-à-dire l'aliénation d'une partie importante de l'entreprise contre un paiement liquide (argent ou valeurs aisément négociables)²⁶⁷. Dans l'affaire *Holvis*, la Commission de régulation a suivi cette façon de voir en quali-

²⁶¹ Par exemple, une acquisition par une banque d'une société d'assurance pour se lancer dans la bancassurance. BÜCHI (2001), p. 90 et p. 141 ss.

²⁶² Arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373, consid. 3a, p. 374 ; BOHRER (1997), § 11, nos 30 et 35 ; BÖCKLI (1996), no 1962c ; WATTER (2002a), ad art. 718a CO, no 4 ; TSCHÄNI (1991), § 8, no 14.

²⁶³ BOHRER (1997), § 11, no 31 ; BÖCKLI (1996), no 1962c.

²⁶⁴ BOHRER (1997), § 11, no 36 ; BÖCKLI (1996), no 1962c.

²⁶⁵ BÖCKLI (1996), nos 1580c et 1962c ss ; WATTER/REUTER (2002), p. 19-20.

²⁶⁶ Art. 736 ch. 2 CO.

²⁶⁷ WATTER/REUTER (2002), p. 19-20 ; BÖCKLI (1996), nos 1580c et 1962c ss.

fiant la vente d'une division entière du groupe Holvis de liquidation partielle (en plus d'une modification de fait du but social)²⁶⁸. A notre avis, cette théorie n'a pas de fondement légal : cette notion est inconnue du droit des sociétés ou, du moins, n'est pas soumise nécessairement à une décision de l'assemblée générale²⁶⁹.

Une liquidation partielle peut toutefois modifier de fait le but social. Dans ce cas, la décision est soumise à l'approbation de l'assemblée générale²⁷⁰. Certes, de nombreuses liquidations partielles et notamment celles qui n'empêchent pas la société de poursuivre tous les éléments de son but échappent à la compétence de l'assemblée générale, bien qu'elles impliquent l'aliénation d'une partie substantielle de ses actifs²⁷¹. Néanmoins, cette conclusion est cohérente avec le système préconisé par le droit des sociétés : les actionnaires déterminent le domaine d'activité, tandis que le conseil d'administration gère le patrimoine social. Dès lors, tant qu'une liquidation partielle ne modifie pas le cercle des activités de la société, elle constitue un acte de gestion et ressort donc de la compétence du second.

D. Synthèse

En synthèse, la répartition des compétences en matière de fusions et acquisitions tant selon le code des obligations que la loi sur la fusion se caractérise par une complexité byzantine. Actuellement, seules les fusions et les scissions font l'objet d'une réglementation légale. Dans ces cas, le pouvoir de décision est attribué à l'assemblée générale, le conseil d'administration devant impérativement approuver le contrat de fusion, respectivement le contrat ou projet de scission. Dans tous les autres cas, la répartition de compétences suit les règles générales.

Prise à la lettre, la loi conduit à une attribution de compétences au conseil d'administration, sauf dans les cas où la société doit procéder à une augmentation de capital ordinaire, laissant par conséquent nombre de décisions importantes au seul ressort de l'exécutif social. Pour tempérer ce résultat peu satisfaisant, la jurisprudence et la doctrine ont interprété de façon extensive les notions de « modification du but » et de « liquidation de la société » afin de soumettre certains actes à la compétence de l'assemblée générale. En vertu de ces théories, cette dernière doit statuer

²⁶⁸ Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc sur Holvis AG*, *RSDA* 67 (1995), p. 186, p. 187.

²⁶⁹ Voir d'ailleurs la perplexité exprimée par WATTER/REUTTER (2002), p. 19. Seule la réduction constitutive de capital (art. 732 CO) se rapproche de la liquidation partielle. Toutefois, cette opération n'est pas requise pour toute distribution de fonds propres. La société peut, en effet, distribuer un dividende ou racheter ses actions, si elle dispose de fonds propres librement disponibles en suffisance. Par conséquent, une liquidation de fait n'est pas assimilable à une réduction constitutive de capital.

²⁷⁰ TSCHÄNI (1991), § 8, no 15 ; arrêt du Tribunal cantonal du Valais du 16 février 1984, *X c. C.E.S.*, *RVJ* 1985, p. 105, consid. 4b, p. 107.

²⁷¹ TSCHÄNI (1991), § 8, no 15.

sur les opérations qui modifient en fait le cercle des activités de la société, ainsi que sur celles qui conduisent à l'aliénation de tous, ou presque tous, les actifs et passifs.

La loi sur la fusion ne clarifie pas cette situation. Elle se contente de préciser que l'assemblée générale est compétente en matière de fusions et de scissions sans légiférer sur le transfert de patrimoine ou les autres techniques de fusions et acquisitions. Par conséquent, les règles générales avec leurs adaptations jurisprudentielles continuent à s'appliquer. La répartition des compétences, résumée au moyen du tableau suivant, demeure aussi peu systématique :

Répartition des compétences

	Société acquise/scindée/ transférante	Société acquérante
Fusions	Assemblée générale (majorité de 90%, si la fusion prévoit un dédommagement exclusif)	Assemblée générale
Scissions	Assemblée générale Assemblée générale (majorité de 90%, si la scission est asymétrique)	Assemblée générale
Acquisitions de patrimoine	Conseil d'administration sauf si l'opération implique : <ul style="list-style-type: none"> • une augmentation ordinaire du capital-actions ; ou, • une modification de fait du but social 	Conseil d'administration, sauf si l'opération implique : <ul style="list-style-type: none"> • une augmentation ordinaire du capital-actions ; ou, • une modification de fait du but social
Acquisitions d'actions	Actionnaires vendeurs ou Conseil d'administration, sauf si l'opération implique : <ul style="list-style-type: none"> • une augmentation ordinaire du capital-actions ; ou, • une modification de fait du but social 	Conseil d'administration, sauf si l'opération implique : <ul style="list-style-type: none"> • une augmentation ordinaire du capital-actions ; ou, • une modification de fait du but social

IV. Proposition de lege ferenda de répartition des compétences

La répartition des compétences en matière de fusions et acquisitions n'est guère satisfaisante : elle manque de systématique et de prévisibilité. C'est pourquoi nous entendons proposer un cadre juridique plus adéquat pour remédier à ce problème. Notre proposition s'articulera en trois temps. D'abord, nous analyserons la situation en droit comparé, pour y trouver des sources d'inspiration. Puis, nous procéderons à une critique de la réglementation actuelle. Enfin, nous conclurons en formulant un cadre conceptuel de *lege ferenda*.

A. Droit comparé

1. Droit allemand

En matière de fusions et acquisitions, le droit allemand répartit les compétences entre l'assemblée principale (*Hauptversammlung*)²⁷² et les organes de gestion, que ce soit le conseil de surveillance (*Aufsichtsrat*) ou le directoire (*Vorstand*) de façon analogue au droit suisse : il attribue à l'assemblée principale les compétences relatives aux fusions²⁷³, aux scissions²⁷⁴ et aux transferts de patrimoine par succession universelle²⁷⁵, ainsi qu'aux augmentations ordinaires de capital²⁷⁶.

Par ailleurs, le droit allemand des sociétés prévoit qu'un contrat par lequel une société anonyme s'engage à transférer l'ensemble de son patrimoine ne peut être valablement conclu que sur la base d'une décision de l'assemblée principale prise à la majorité qualifiée²⁷⁷. Toutefois, cette règle ne s'applique qu'aux aliénations de la quasi-totalité du patrimoine social sans englober les cas où seule une partie, même substantielle, est cédée²⁷⁸.

Dans l'affaire *Holz Müller*, le Bundesgerichtshof fut amené à connaître un cas où une société avait apporté une partie de son exploitation à une filiale. De prime abord, il a jugé qu'elle ne procédait pas à un transfert de l'ensemble de son patrimoine au sens de la loi, tant que la société disposait d'un patrimoine suffisant pour continuer à poursuivre son but statutaire, fût-ce dans un cadre plus restreint²⁷⁹.

²⁷² Le terme de *Hauptversammlung* est utilisé à dessein par le législateur allemand par opposition au terme *Generalversammlung* (assemblée générale) afin de marquer la parité des compétences entre les différents organes d'une société anonyme allemande. HOPF (1996), no 938.

²⁷³ §§ 5(3), 13 et 65 UmwG.

²⁷⁴ § 125 UmwG renvoie aux dispositions sur la fusion.

²⁷⁵ § 176 UmwG applicable en cas de transfert de l'ensemble du patrimoine renvoie aux dispositions applicables en cas de fusion et § 177 UmwG applicable en cas de transfert d'une partie du patrimoine renvoie aux dispositions applicables en cas de scission.

²⁷⁶ § 182 AktG.

²⁷⁷ § 179a AktG.

²⁷⁸ SCHMIDT (2002), p. 928.

²⁷⁹ BGHZ 83, 122, « Holz Müller », p. 128.

Cependant, il a considéré que, comme la décision affectait l'élément de l'actif le plus précieux ainsi que la structure même de l'entreprise, le directoire était tenu par son devoir de diligence de soumettre la décision aux actionnaires pour approbation. Plus précisément, ce dernier était tenu de faire usage de sa faculté de soumettre au vote de l'assemblée principale tout objet tombant dans son domaine de compétences²⁸⁰, car la décision portait une atteinte lourde aux droits et intérêts des actionnaires. Pour reprendre l'expression allemande, elle constituait un cas de :

« *grundlegenden Entscheidungen, die durch die Aussenvertretungsmacht des Vorstands (...) formal gedeckt sind, gleichwohl aber so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse eingreifen, dass der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe sie ausschliesslich in eigener Verantwortung treffen, ohne die Hauptversammlung zu beteiligen.* »²⁸¹

La Cour suprême allemande a ainsi reconnu une limite à la compétence²⁸² du directoire dans le domaine des mesures affectant la structure de base de la société et modifiant, directement ou indirectement, les droits et intérêts patrimoniaux des actionnaires. Cette jurisprudence joue un rôle particulièrement important lors d'aliénations de participations et surtout lors d'opérations de restructuration au niveau de filiales²⁸³.

Cet arrêt est, certes, critiqué par la doctrine allemande. Toutefois, les attaques ne portent pas sur son résultat, mais sur l'insécurité qu'il cause. Selon la doctrine, la notion de décision fondamentale au sens de l'arrêt *Holz Müller* est indéterminée et, par conséquent, la délimitation peut parfois s'avérer délicate²⁸⁴.

En synthèse, la plupart des fusions et acquisitions impliquent en droit allemand l'intervention des assemblées générales des sociétés concernées, soit en raison d'une compétence légale expresse du droit des transformations de sociétés ou des règles générales du droit des sociétés, soit parce qu'elles impliquent des actes modifiant les droits ou les expectatives patrimoniales des actionnaires comme l'entend l'arrêt *Holz Müller*.

²⁸⁰ § 119(2) AktG.

²⁸¹ BGHZ 83, p. 122, *Holz Müller*, p. 129 ss.

²⁸² A strictement parler, l'arrêt *Holz Müller* ne porte pas sur la compétence de l'assemblée principale, mais sur la diligence des membres du directoire. Ce devoir les oblige exercer à leur droit de soumettre un objet aux actionnaires selon le § 119(2) AktG. A défaut, l'acte n'en est pas moins valablement décidé et engage la société dans ses rapports externes. BGHZ 83, p. 122, « *Holz Müller* », p. 132. Voir HOPT (1996), no 1229.

²⁸³ SCHMIDT (2002), p. 872-873 ; RAISER (2001), § 16, nos 12-13 ; HOPT (1996), no 1242.

²⁸⁴ HOPT (1996), no 1242. Voir le Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, nos 79-82, qui néanmoins propose de codifier cette jurisprudence et de laisser à la pratique le soin de préciser l'interprétation de ce principe.

2. Droit anglais

a) Droit des sociétés

Le droit anglais connaît, certes, les institutions juridiques de la fusion et de la scission prévue dans le cadre des *schemes of arrangement*²⁸⁵. S'agissant de sociétés publiques solvables, ces opérations requièrent l'approbation de 75% du capital représenté lors d'une assemblée générale des actionnaires et sont soumises à une procédure judiciaire gracieuse relativement lourde.

Toutefois, la pratique anglaise n'utilise guère cette technique et lui préfère les acquisitions d'actions²⁸⁶. Or, le droit des sociétés anglais ne régit pas directement ce second type de transactions. Par conséquent, ces opérations relèvent de la compétence résiduelle du conseil d'administration²⁸⁷, à moins qu'elles ne requièrent l'émission de nouvelles actions dépassant le cadre du capital autorisé²⁸⁸.

b) Droit boursier

Face à cette lacune du droit des sociétés, le droit boursier, notamment le City Code on Takeovers and Mergers et les Listing Rules du UK Listing Authority ont prévu des règles de répartition de compétences supplémentaires²⁸⁹.

Le City Code on Takeovers and Mergers s'applique non seulement aux offres publiques d'acquisition, mais à toute opération permettant à l'acquéreur de prendre le contrôle d'une société cotée, défini comme toute acquisition de plus de 30% des droits de vote²⁹⁰. Ce code est fondé sur le principe directeur selon lequel il appartient aux actionnaires de la société visée de se prononcer sur l'acquisition²⁹¹. Toutefois, il n'instaure pas une véritable règle de répartition de compétences, mais prévoit plutôt un devoir de neutralité du conseil d'administration de la cible. Par ailleurs, il ne s'intéresse pas au fonctionnement interne de l'offrant. Il ne garantit pas aux actionnaires de ce dernier la possibilité de se prononcer sur l'opération.

Cette lacune est comblée par le chapitre 10 des Listing Rules. Les règles de cotations britanniques prévoient des obligations d'information voire, s'agissant de certaines transactions, l'approbation par les actionnaires. Dans ce système, toutes les opérations sortant du cours ordinaire des affaires de la société, notamment les fusions et acquisitions²⁹², sont classées en quatre types de transactions. La classifi-

²⁸⁵ Régies par les s. 425-427A du Companies Act 1985.

²⁸⁶ CHARLESWORTH & MORSE (1995), p. 820 ; GOWER (1992), p. 698.

²⁸⁷ Art. 70 Table A SI 1985/805, le modèle légal de statuts sur lequel toutes les sociétés sont fondées, sauf disposition contraire dans leurs statuts.

²⁸⁸ S. 80 Companies Act 1985.

²⁸⁹ C'est-à-dire la FSA selon le Financial Services and Markets Act 2000.

²⁹⁰ 4(b) Introduction du City Code on Takeovers and Mergers.

²⁹¹ General Principle 9 City Code on Takeovers and Mergers.

²⁹² 10.1 Listing Rules.

cation dépend de l'importance financière de la transaction par rapport à la dimension de la société cotée déterminée selon une analyse basée sur des critères multiples (valeur d'actifs, profit, chiffre d'affaires, fonds propres et montant/valeur de la contre-prestation)²⁹³.

Les plus petites opérations, les *Class 3 Transactions*²⁹⁴, n'entraînent pas d'obligations spécifiques²⁹⁵, tandis que les transactions plus importantes, les *Class 2 Transactions*²⁹⁶, requièrent une obligation d'informer immédiatement le public²⁹⁷. Toutes les autres acquisitions, les *Class 1 Transactions*, sont sujettes, d'une part, à une obligation d'information étendue et, d'autre part, à l'approbation de l'assemblée générale. Par ailleurs, si l'acquisition conduit à un changement fondamental de l'activité, du contrôle ou de la répartition des droits de vote, ou encore si l'acquéreur est une société non cotée ou s'il est plus petit que la cible (*Reverse Takeover*), des règles supplémentaires s'appliquent : l'acquéreur, s'il entend être coté, doit procéder à une nouvelle demande d'admission à la cote.

Ces exigences de droit boursier sont intéressantes à deux égards : premièrement, elles ne sont pas liées à la nature des transactions, mais à leur importance financière ; la forme choisie est donc indifférente. Par ailleurs, ces règles s'appliquent non seulement à la société dont les titres sont cotés, mais également à ses filiales. Si l'une d'elle conclut une fusion ou une acquisition, la société mère est tenue aux mêmes devoirs que si elle avait décidé elle-même l'opération. Autrement dit, ces obligations soumettent les fusions et acquisitions à des principes analogues à ceux de la jurisprudence *Holz Müller*²⁹⁸.

Deuxièmement, contrairement à cet arrêt, le système des Listing Rules fonde des seuils clairs et prévisibles. Les acteurs savent si l'opération envisagée relève de la *Class 1*, *2* ou *3*, ou si elle constitue un cas de *Reverse Takeover*.

En revanche, ce système peut manquer de flexibilité : il se concentre sur l'importance quantitative et non sur des considérations qualitatives ni sur son influence sur le fonctionnement de la société. Il peut solliciter l'intervention des actionnaires lors d'affaires anodines, et, inversement, il peut exclure l'assemblée générale de transactions plus fondamentales.

²⁹³ Voir la définition des *percentage ratios* du paragraphe 10.5 des Listing Rules.

²⁹⁴ 10.4(a) Listing Rules.

²⁹⁵ 10.29 et 10.30 Listing Rules.

²⁹⁶ 10.4(b) Listing Rules.

²⁹⁷ 10.31 Listing Rules.

²⁹⁸ BGHZ 83, p. 122, « Holz Müller ».

3. Droits américains

a) Droit des sociétés

La toute-puissance du conseil d'administration en matière de gestion des affaires sociales atteint son paroxysme aux Etats-Unis, où cet organe est non seulement compétent pour gérer les affaires de la société, mais aussi pour d'émettre de nouvelles actions²⁹⁹.

Traditionnellement, toutefois, les droits américains considéraient que les fusions étaient des opérations modifiant les droits des actionnaires et la nature même de la société. C'est pourquoi elles étaient soumises à une approbation unanime. Suite à une évolution législative, les différents Etats ont progressivement assoupli cette exigence en faveur d'une majorité qualifiée, l'abaissant peu à peu jusqu'à ne plus exiger que la majorité absolue des voix attribuées aux actions émises³⁰⁰.

Parallèlement, en *common law* américaine traditionnelle, la vente de substantiellement tous les actifs sociaux (*sale of substantially all the assets*) constitue également une modification fondamentale correspondant à une liquidation. Cette vente doit donc recueillir l'approbation des actionnaires de la société aliénatrice³⁰¹, mais non de ceux de l'acquéreur qui, selon la doctrine traditionnelle, ne sont pas affectés par l'opération. Dans ce domaine aussi, si l'unanimité était originellement requise par la *common law*, les évolutions législatives conduisirent progressivement à des règles de majorité de plus en plus basse.

Bien que le terme « substantiellement » permette une interprétation large de la notion, les tribunaux l'appliquent restrictivement³⁰² tant sur le plan qualitatif que sur le plan quantitatif³⁰³. Par exemple, dans l'arrêt *Gimbel v. Signal Companies Inc.*, les juges du Delaware ont considéré que la vente d'une des deux divisions d'une société ne revenait pas à vendre substantiellement tous les actifs³⁰⁴. Dans la même lignée, la Cour suprême de cet Etat a retenu qu'une cession de participations re-

²⁹⁹ DOOLEY (1995), p. 166-167. Voir notamment § 152 DGCL ; § 6.21 MBCA.

³⁰⁰ L'Etat de New York constitue un bastion qui continue à exiger la majorité des deux tiers des actions émises (§ 903(2) N. Y. Bus. Corp. L.).

³⁰¹ FOLK (2001), § 271.2. DGCL.

³⁰² Voir FOLK (2001), § 271.2 ; Official Comment to § 12.01 MBCA, 12-3 ; § 1.38(a)(2) Principles of Corporate Governance définissant la notion de cession de contrôle préconisant comme test la question de savoir si la société conserve « *a significant continuing business* ».

³⁰³ Voir GILSON/BLACK (1995), p. 662-665 ; WINSTON V. MANDOR, 710 A.2d 835, 843 (Del. Ch. 1997) : « *The Supreme Court has long held that determination of whether there is a sale of substantially all assets so as to trigger section 271 depends upon the particular qualitative and quantitative characteristics of the transaction at issue. Thus, the transaction must be viewed in terms of its overall effect on the corporation, and there is no necessary qualifying percentage.* »

³⁰⁴ *Gimbel v. Signal Companies Inc.*, 316 A.2d 599 (Del. Ch. 1974), 605, affirmed 316 A.2d 619 (Del. 1974).

présentant 80% des actifs d'une fondation à but caritatif³⁰⁵ en vue de réinvestir cette participation dans un portefeuille diversifié ne constituait pas une aliénation de substantiellement tous les actifs³⁰⁶.

Toutefois, l'aspect qualitatif de la notion de « substantiellement tous les actifs » a donné lieu à une interprétation quelque peu plus large que la pure quasi-liquidation dans un arrêt *Katz v. Bregman*³⁰⁷ confirmé par des arrêts subséquents³⁰⁸. Selon cette jurisprudence, cette notion recouvre toutes les transactions extraordinaires qui affectent à la fois l'existence et le but de la société³⁰⁹.

En synthèse, le droit du Delaware exige que les actionnaires approuvent les fusions et les ventes de substantiellement tous les actifs, tandis qu'il confère aux administrateurs la quasi-totalité des autres transactions, y compris la plupart des acquisitions d'actifs et passifs, les acquisitions par l'émission d'actions³¹⁰.

b) Réglementation du New York Stock Exchange

Le Listed Company Manual du New York Stock Exchange complète les droits de participation des actionnaires. Lorsqu'une société cotée au New York Stock Exchange entend procéder à une émission importante d'actions ou de titres convertibles ou à option qui conduit à un changement de contrôle³¹¹ ou qui ne vise pas exclusivement à lever des fonds, notamment des fusions et acquisitions, elle doit soumettre la transaction à son assemblée générale³¹².

Cette disposition des règles de cotation garantit aux investisseurs une protection minimale en termes de *corporate governance*. Par ailleurs, elle harmonise le

³⁰⁵ Le droit du Delaware organise les fondations comme des corporations sans actionnaires soumises aux mêmes règles que les corporations par actions analogues aux sociétés anonymes du droit suisse.

³⁰⁶ *Oberly v. Kirby*, 592 A.2d 445, p. 464 (Del. 1991). Voir *In re Nantucket Island Associates Limited Partnership Unitholders Litigation*, 810 A.2d 351 (Del. Ch. 2002). Dans cet arrêt, la chancellerie devait interpréter une clause contractuelle ayant le même contenu que la disposition légale.

³⁰⁷ *Katz v. Bregman*, 431 A.2d 1274 (Del. Ch. 1981). Voir la casuistique citée dans Folk (2001), § 271.2.

³⁰⁸ *Winston v. Mandor*, 710 A.2d 835, p. 843 (Del. Ch. 1997) (cession de 60% des actifs nets); *Thorpe by Castleman v. CERBCO, Inc.*, 676 A.2d 436, p. 444 (Del. 1996) (cession d'une participation représentant le principal actif générateur de revenus et 68% de la somme de bilan d'une société commerciale).

³⁰⁹ *Oberly v. Kirby*, 592 A.2d 445, p. 464 (Del. 1991); *Gimbel v. Signal Companies Inc.*, 316 A.2d 599 (Del. Ch. 1974), 605, p. 606 affirmed 316 A.2d 619 (Del. 1974).

³¹⁰ Le Delaware a rejeté la théorie de la de facto merger. Voir le *leading case*, *Hariton v. Arco Elec., Inc.*, 188 A.2d 123, 41 Del. Ch. 74, (Del. Ch. 1963). Selon cette théorie des acquisitions de substantiellement tous les actifs contre des actions sont sujettes aux mêmes règles que les fusions en raison de leurs similitudes économiques. Voir l'arrêt de la Cour suprême de Pennsylvanie, *Farris v. Glen Alden Corp.*, 143 A.2d 25, (Pa. 1958).

³¹¹ § 312.03(d) Listed Company Manual.

³¹² L'émission est importante si elle porte sur des actions représentant plus de 20% des droits de vote ou plus de 20% du total des actions, tous deux calculés par rapport aux valeurs antérieures à l'opération. § 312.03(c)(1) et (2) Listed Company Manual.

cadre juridique applicable aux sociétés américaines cotées à la New York Stock Exchange et surmonte ainsi les problèmes liés à la diversité des droits propres à chaque Etat. Au fond, elle garantit un droit de parole aux actionnaires pour toute acquisition qui modifie potentiellement la structure de contrôle; simultanément, elle restreint l'autonomie du conseil d'administration en la matière³¹³.

En conclusion, le droit des sociétés et le droit boursier américains soumettent au vote des actionnaires non seulement les fusions à proprement parler, mais également la plupart des transactions qui modifient la substance de la société que ce soit en termes de composition du patrimoine ou de droits de sociétariat.

B. Critique de la réglementation actuelle

1. Absence de systématique

En droit suisse, la répartition des compétences constitue plus un ensemble de règles éparées qu'un système cohérent³¹⁴. Le législateur helvétique est parti du principe que, par définition, les fusions et les scissions devaient être soumises aux actionnaires. En revanche, il n'a pas prévu de règle spécifique pour les acquisitions d'actions ou les acquisitions et cessions de patrimoine. La jurisprudence est donc intervenue pour réduire la portée de la compétence résiduelle du conseil d'administration. Les théories sur la modification de fait du but social et sur la liquidation de fait de la société ont renforcé le contrôle des actionnaires dans ce domaine. Le droit positif applique des règles différentes selon la technique utilisée pour réaliser le même objectif économique, ce qui n'est guère satisfaisant d'un point de vue systématique.

La loi sur la fusion n'a pas changé cette situation ; au contraire, elle a maintenu la différence entre fusion et scission, d'un côté, et transfert de patrimoine, de l'autre. Cette absence de réflexion sur le système des compétences en la matière est regrettable.

2. Manque de flexibilité

En parallèle avec la diversité des règles, le manque de flexibilité représente l'autre grand problème de la répartition des compétences lors de fusions et de scissions. Les règles sur la fusion s'appliquent indépendamment des tailles relatives des sociétés qui y participent. De même, celles sur la scission n'accordent aucune impor-

³¹³ § 312.01 Listed Company Manual.

³¹⁴ Comp. EBERHARD (1999), p. 235, considère que le système suisse se pose en protecteur des actionnaires. Il estime que le conseil d'administration n'est compétent que lors des « restructurations « cosmétiques » » analogues à des cas bagatelles, car, dans toute autre hypothèse, la décision emporterait, selon lui, une modification du but social. Art. 54 al. 1 AP-LFus. Toutefois, à notre sens, son interprétation est trop extensive.

tance à l'envergure du patrimoine scindé. Lorsqu'une grande société veut absorber une petite, les deux assemblées générales doivent se prononcer nonobstant le faible risque de la transaction du point de vue des actionnaires de la grande. De même, si une société veut constituer une filiale avec une petite partie de son patrimoine ou, même, se séparer d'une branche d'affaires peu importante en termes économiques par le biais d'une scission, elle doit soumettre ce projet au vote de l'assemblée générale.

Cette solution se comprend d'un point de vue dogmatique : fusions et scissions modifient l'essence même des sociétés concernées³¹⁵. Elles les redéfinissent tant sur le plan patrimonial que sur celui des droits des associés. Par conséquent, elles requièrent l'approbation des actionnaires, voir la modification des statuts.

Dans une perspective pratique, cette approche ne se justifie plus, car elles sont parfois utilisées comme de pures techniques pour procéder à un acte de gestion qui ressort au conseil d'administration³¹⁶. La société reprenante se contente d'acquérir un patrimoine contre des actions.

Lors de la procédure de consultation concernant l'avant-projet de loi sur la fusion, la rigidité des règles de compétence a suscité de nombreuses critiques³¹⁷. Ce dernier soumettait les cessions d'actifs et passifs au régime de la scission. Or, les milieux économiques ont manifesté leur mécontentement envers cette procédure lourde³¹⁸. C'est pourquoi la loi sur la fusion a instauré le régime beaucoup plus simple du transfert de patrimoine. Cette solution a satisfait les attentes de l'économie, sans pour autant résoudre le véritable problème. Elle l'évite par une alternative plus flexible, alors qu'elle aurait dû assouplir le cadre légal qu'elle instaure.

Cette rigidité est surprenante par rapport à la tendance générale en matière de droit des sociétés suisse : ce dernier ne requiert pas impérativement le préavis des actionnaires lors d'acquisitions d'entreprises. Il considère au contraire que le conseil d'administration doit pouvoir réagir rapidement et procéder seul à des opérations peu importantes³¹⁹.

³¹⁵ Art. 3 al. 1 LFus. Voir en droit français, LE CANNU (2002), no 1537.

³¹⁶ Voir la réflexion formulée par EISENBERG (1976), p. 232-237 ; Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe of 4 November 2002, p. 107-108.

³¹⁷ Message concernant une loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 3995, p. 4017.

³¹⁸ *Ibid.* Voir la critique de NOBEL (1998), p. 260. Voir BÜCHI (2001), p. 120.

³¹⁹ Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 juin 1991, *Association Canes c. Nestlé S.A.*, ATF 117 II 290, consid. 4, p. 292 ss. Message concernant la révision du droit des sociétés anonymes du 23 février 1983, p. 128 : « [l'augmentation du capital autorisée] a été conçue en particulier pour permettre la préparation [sic] des actions destinées à l'acquisition d'entreprises ou à la prise de participations. » Voir également l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision SA*, ATF 121 III 219, JT 1996 I 162, consid. 1.d.bb, p. 170 et consid. 1.d.cc, p. 172-173, qui souligne l'importance du capital autorisé et de la délégation de la compétence de supprimer le droit préférentiel de souscription pour permettre annexions et prises de participations.

La pratique a créé les actions de réserve pour permettre au conseil d'administration de grandes sociétés cotées d'acquérir des entreprises sans devoir consulter au préalable leur assemblée générale. Or, ce procédé a, non seulement, reçu la bénédiction du Tribunal fédéral³²⁰, mais encore la révision du droit des sociétés anonymes l'a consolidée, introduisant le capital autorisé³²¹.

Certes, les rigidités du processus de fusion et de scission peuvent être aisément surmontées par le recours à des techniques en deux étapes ou par l'intermédiaire de filiales. Une grande société peut, par exemple, acquérir les actions d'une petite, puis procéder à une fusion simplifiée. Alternativement, elle peut fusionner une de ses filiales, le cas échéant créée spécialement pour l'occasion, avec la société acquise. Lors de scissions, elle peut transférer individuellement les actifs et passifs ou, encore, recourir à un transfert de patrimoine et déterminer la contre-prestation adéquate³²².

L'existence d'alternatives ne rend pas pour autant le droit satisfaisant. Ces alternatives engendrent leurs propres coûts de transaction³²³ qui peuvent, certes, être inférieurs à ceux d'une transaction en une seule étape, dans le cadre du droit en vigueur. Cependant, une réglementation plus appropriée permettrait d'en économiser davantage. Autrement dit, pour prendre un exemple imagé, l'existence d'un passage à gué ne justifie pas l'absence de pont.

La rigidité de la loi sur la fusion provient du droit européen qui impose l'approbation des assemblées générales lors de fusion et de scission³²⁴. Or, ce système a été remis récemment en question sur le plan communautaire. Le Groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés a, en effet, suggéré que l'application des règles générales à la répartition de compétences ne serait plus idoine³²⁵. Notre critique ne s'en trouve dès lors que renforcée : pourquoi s'inspirer du modèle européen, alors que l'Europe elle-même en reconnaît le caractère inadéquat ?

³²⁰ Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 juin 1991, *Association Canes c. Nestlé S.A.*, ATF 117 II 290, consid. 4, p. 292 ss.

³²¹ Voir les art. 651 ss CO.

³²² Expressément dans le Message concernant une loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000, p. 4018, ce qui nous conduit à poser la question suivante : pourquoi le législateur a-t-il jugé opportun d'interdire une opération en une étape, alors qu'il recommande à la pratique de procéder en deux étapes ?

³²³ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe of 4 November 2002, p. 107–108.

³²⁴ Art. 7(1) et 23(1) troisième directive 78/855/CEE du conseil du 9 octobre 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les fusions de sociétés anonymes. Art. 5(1) et 22(1) sixième directive 82/891/CEE du conseil du 17 décembre 1982 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 point g) du traité et concernant les scissions de sociétés anonymes.

³²⁵ Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés, Chapitre 3.3, nos 13–15.

3. Manque de prévisibilité

Si la réglementation spéciale des compétences en matière de fusions et de scissions pose problème, la jurisprudence n'offre pas une réponse satisfaisante. Au contraire, elle met en péril la sécurité du droit : la modification de fait du but social et la liquidation de fait sont des notions vagues et indéterminées. Ces défauts contaminent la règle de répartition des compétences. Or, l'incertitude ne sied pas au déroulement des fusions et acquisitions, car les enjeux sont importants et les parties ne peuvent se permettre d'attendre le terme d'un contentieux pour agir.

Cette absence de prévisibilité et de sécurité du droit a été aggravée par l'arrêt *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*³²⁶. Cet arrêt a en effet introduit une exception à la règle jurisprudentielle de la compétence de l'assemblée générale, puisqu'il justifie l'action immédiate du conseil d'administration nonobstant la compétence de l'assemblée générale, dans une situation de surendettement manifeste où l'urgence et les intérêts d'autres parties prenantes, travailleurs et créanciers sociaux ne tolèrent un quelconque délai. Cette brèche dans le système a d'ailleurs été exploitée dans l'affaire *Holvis*³²⁷ où la Commission de régulation chargée de veiller au respect du Code des offres publiques d'acquisitions a admis l'aliénation d'une partie essentielle des actifs sociaux en raison du caractère urgent des mesures de défense contre une offre hostile³²⁸.

Les règles jurisprudentielles ne forment donc pas un système cohérent de protection des actionnaires. Elles dérogent à la compétence résiduelle du conseil d'administration, afin de permettre à l'assemblée générale de se prononcer sur les transactions fondamentales. Elles se fondent sur une définition large des notions de modification du but social et de liquidation. Or, cette construction n'est qu'un prétexte pour légitimer la participation des actionnaires. En réalité, c'est le caractère fondamental de la transaction aux yeux de ces derniers qui justifie leur intervention³²⁹. Ces règles jurisprudentielles n'ont pas d'effet sur les opérations de cette nature qui n'emportent ni modification du but social ni liquidation de fait. Elles n'atteignent dès lors pas leur but réel.

La loi sur la fusion aurait pu remédier partiellement à ce problème, en prévoyant un critère de répartition de compétence applicable aux transferts de patri-

³²⁶ Arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373.

³²⁷ Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc sur Holvis AG*, RSDA 1995 p. 186, p. 187.

³²⁸ Comme nous le verrons plus tard, cette décision ne serait plus possible aujourd'hui, vu l'art. 29 al. 2 LBVM.

³²⁹ Ces décisions relèvent de la compétence « constitutionnelle » de l'assemblée générale. Voir TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 390.

moine. Elle aurait au moins pu codifier la jurisprudence *FABAG*³³⁰ et le principe exprimé dans l'arrêt *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*³³¹. Elle aurait ainsi ancré dans la loi ces critères et supprimé toute incertitude quant à leur applicabilité. Toutefois, elle n'en a rien fait et a laissé subsister les incertitudes du droit actuel.

En définitive, ce mode de répartition des compétences n'est pas satisfaisant : les critères jurisprudentiels ont plutôt servi de prétexte pour concilier un sentiment de justice avec le texte de la loi. Cette construction artificielle forme un édifice aux contours difficilement cernables, qui ne protège pas efficacement les actionnaires.

C. Proposition de règle de répartition des compétences

1. Analyse fonctionnelle de la répartition des compétences

Comme nous l'avons vu précédemment, les techniques de fusions et acquisitions combinent à divers degrés regroupements d'entreprises et prises de contrôle³³². Dans la section qui suit, nous allons donc élaborer une règle de compétence appropriée à chacun de ces éléments.

Les regroupements d'entreprises constituent des décisions fondamentales qui sortent du cadre des décisions ordinaires en raison de leurs effets notables sur la composition de l'entreprise sociale et sur la valeur des actions. Trois arguments plaident toutefois en faveur de l'attribution d'une compétence au conseil d'administration : premièrement, ces opérations relèvent essentiellement de la gestion des affaires sociales ; elles mettent en œuvre une stratégie de croissance externe – la société achète sur le marché les outils nécessaires à son développement. Elles représentent une alternative à une stratégie de croissance interne, fondée sur un développement autarcique de ces outils³³³. Le choix d'acheter ou de construire les composantes de l'entreprise relève de la gestion.

Deuxièmement, les regroupements d'entreprises requièrent des connaissances particulières à l'entreprise pour identifier des gains de synergie potentiels. Or, seul le conseil d'administration, et non les actionnaires, est à même d'accéder à ces informations.

Finalement, ces opérations revêtent un caractère urgent et doivent parfois être menées à bien dans un délai relativement court. Par conséquent, le conseil d'admini-

³³⁰ Arrêt du Tribunal fédéral du 9 juillet 1974, *Dürst-Wismer c. Liegenschaften und Beteiligungen AG*, ATF 100 II 384, JT 1975 I 334.

³³¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373.

³³² Voir *supra* p. 11 ss.

³³³ EISENBERG (1976), p. 236 concernant les acquisitions d'actifs payées avec des actions et p. 251 concernant les acquisitions d'entreprises ou d'actions.

nistration, et non l'assemblée générale, peut réagir à temps. Il doit donc détenir le pouvoir de décider ces opérations. A défaut, la société peut manquer des opportunités faute d'avoir effectué le regroupement en temps utile ou parce qu'un concurrent aurait « raflé la mise ». En synthèse, le regroupement d'entreprises constitue une décision d'investissement stratégique. A ce titre et malgré son importance, il doit être de la compétence du conseil d'administration.

A l'inverse, les actionnaires, en tant que propriétaires de titres ou en tant que membres de l'assemblée générale, doivent décider du transfert de contrôle. Dans leur perspective, cette opération, réalisée par une cession d'actions ou par le transfert du patrimoine social, constitue une décision importante³³⁴. Elle redéfinit leur position dans la société. Au mieux, elle les prive de toute influence sur la volonté sociale et les subordonne à la volonté de l'acquéreur. Au pire, elle leur retire tout intérêt à la marche de l'entreprise sociale. Un transfert de contrôle « pur » ne requiert, par ailleurs, pas d'informations spécifiques à l'entreprise, si ce n'est dans le cadre de l'évaluation des termes de la transaction et, en particulier, du prix d'acquisition. De plus, il ne constitue pas une opération urgente ni même fréquente.

Cette conclusion nous met dans une position inconfortable : si les fusions et acquisitions ne visaient qu'à effectuer un regroupement d'entreprises, la compétence décisionnelle reviendrait au conseil d'administration ; si, au contraire, elles n'étaient que des techniques de cession de contrôle, les actionnaires, le cas échéant réunis en assemblée générale, devraient être appelés à se prononcer. Or, en réalité, toutes ces opérations comportent des aspects plus ou moins marqués de ces deux éléments³³⁵. Par conséquent, une analyse plus fine s'impose.

Dans une perspective économique, la répartition optimale des compétences devrait se faire en comparant les coûts et les bénéfices d'une attribution à l'assemblée générale par rapport à une intervention du conseil d'administration seul. Ces avantages et désavantages sont indépendants de la technique juridique choisie, car chacune peut, de fait, aboutir au même résultat.

La règle d'attribution de compétence doit donc plutôt dépendre des besoins de protection des actionnaires et non de la technique choisie³³⁶. Par conséquent, il incombe au conseil d'administration de décider de purs regroupements d'entreprises. En revanche, l'assemblée générale ou du moins les actionnaires devraient statuer dès que l'opération emporte un transfert du contrôle³³⁷.

³³⁴ EISENBERG (1976), p. 239 ss.

³³⁵ Voir *supra* p. 11 ss.

³³⁶ EISENBERG (1976), p. 231.

³³⁷ Voir § 6.01 Principles of Corporate Governance. Les règles du droit anglais ou du New York Stock Exchange ainsi que l'arrêt « Holz Müller », BGHZ 83, p. 122, prévoient la même solution. Voir également la proposition de § 119(3) et (4) AktG du Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, no 82.

La règle peut d'ailleurs être différente pour l'acquéreur et l'aliénateur. Selon la perspective, une même opération peut impliquer un regroupement d'entreprises ou une cession de contrôle³³⁸. Du point de vue de l'acquéreur, certaines opérations se limitent à regrouper des entreprises, alors que, pour l'aliénateur, elles emportent seulement une prise de contrôle. Typiquement, il en va ainsi lors d'offres publiques d'achat ou d'acquisitions d'actifs qui ne sont pas réglées au moyen d'actions de l'acquéreur.

A l'inverse, l'opération peut simultanément regrouper des entreprises et transférer le contrôle dans la perspective d'une des parties, alors qu'elle n'entraîne qu'un regroupement d'entreprises sans effet sur le contrôle pour l'autre partie. Par exemple, si l'aliénateur cède des actifs importants contre une participation conséquente dans l'acquéreur, il prend le contrôle de ce dernier. Il en va de même lorsqu'une grande société fusionne avec une plus petite : la transaction aboutit à un regroupement d'entreprises, alors que, indépendamment de l'identité de la société absorbante, le contrôle sur la plus petite est transféré ou, du moins, dilué au bénéfice des actionnaires de la plus grande.

2. *Formes de réglementation*

Les développements précédents invitent à répartir les compétences en fonction de la nature de la transaction, suite à un examen au cas par cas des besoins de protection des actionnaires. Si elle était adoptée, cette règle susciterait toutefois les mêmes problèmes de prévisibilité que les jurisprudences sur la modification du but social et/ou de la liquidation de fait. Néanmoins, la faiblesse de ce critère est également sa force : bien qu'il conduise à un manque de sécurité juridique, il est flexible³³⁹ : il tient compte des variations entre chaque opération et procède à une répartition « sur mesure » des compétences.

Ce problème peut être résolu par une répartition des compétences basée sur l'importance de la transaction à l'exemple des règles britanniques³⁴⁰. Une fusion ou une acquisition serait alors du ressort de l'assemblée générale, si elle dépassait certaines valeurs relatives : par exemple, la valeur nette des actions ou du patrimoine transférés par rapport à la valeur de la société. Ce seuil devrait être déterminé par plusieurs méthodes (actifs nets, chiffre d'affaires, bénéfice). En parallèle, comme le contrôle social joue un rôle déterminant dans ce cadre, l'importance de la transaction sur la répartition des droits de vote devrait également déterminer l'attribution des compétences.

³³⁸ EISENBERG (1976), p. 231.

³³⁹ Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, no 81, qui rapporte le caractère peu satisfaisant d'une règle rigide analogue à la réglementation boursière anglaise et américaine.

³⁴⁰ 10.1 Listing Rules. Voir *supra* p. 57 ss.

Cette solution évite de soumettre à l'assemblée générale des scissions peu conséquentes. Elle permet également à une grande société de ne pas consulter ses actionnaires lorsqu'elle entend fusionner avec une petite. D'ailleurs, dans ce cas, il importe peu de savoir qui absorbe et qui est absorbé, car, dans tous les cas, les actionnaires de la grande société conservent le contrôle sur la société issue de la fusion³⁴¹.

Cette règle devrait s'appliquer indistinctement à l'ensemble des opérations de fusions et acquisitions auxquelles la société est partie. Le conseil d'administration doit pouvoir décider seul des fusions secondaires. Inversement, l'assemblée générale doit être consultée lors d'acquisitions d'entreprises importantes, indépendamment de la nature de la contre-prestation.

D. Synthèse

En droit comparé, la législation allemande confère à l'assemblée principale la plupart des décisions de restructuration d'entreprises, y compris les aliénations d'actifs et passifs. De plus, la jurisprudence *Holz Müller*³⁴² impose au conseil de surveillance de soumettre à l'assemblée principale toutes les décisions susceptibles d'influencer substantiellement la position ou les droits des actionnaires. Ainsi, l'assemblée principale des actionnaires, et non les organes exécutifs de surveillance ou de direction, exerce presque l'ensemble des compétences décisionnelles relatives aux fusions et acquisitions.

Les droits américains exigent en général que les actionnaires approuvent les fusions et les ventes de substantiellement tous les actifs, tandis que la quasi-totalité des autres transactions tombe dans le domaine de compétence exclusive des administrateurs, y compris les acquisitions d'actifs et passifs ainsi que les acquisitions et émissions d'actions.

Si le droit anglais connaît la fusion, soumise à l'approbation des actionnaires, il ne l'utilise guère en pratique, lui préférant les acquisitions d'actifs ou d'actions, décidées d'ordinaire au niveau du conseil d'administration.

Toutefois, les pouvoirs du conseil d'administration fondés sur le droit des sociétés sont contrebalancé par le droit boursier et, plus précisément, les règlements de cotation qui prévoient des dispositions relatives à l'organisation des sociétés émettrices de titres cotés. Selon ces règles, celles-ci sont tenues de soumettre à leur

³⁴¹ Cette idée avait été avancée en Allemagne lors de l'élaboration de l'*Umwandlungsgesetz*. EBERHARD (1999), p. 76–77. Jugée contraire au système général du droit des sociétés anonymes et exigeant par conséquent une réflexion plus générale, elle fut rejetée. Elle a cependant fait son retour par le biais de la proposition de LUTTER/LEINEKÜGEL (1998), qui suggèrent de recourir au procédé de la scission « autorisée ». Voir Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe of 4 November 2002, p. 107–108.

³⁴² BGHZ 83, p. 122, « Holz Müller ».

assemblée générale certaines opérations importantes en termes financiers ou en termes d'influence sur la répartition des droits de participation. Par ces moyens détournés, ces ordres juridiques recentrent le pouvoir dans les mains des actionnaires.

En définitive, seules les transactions qui influent sur le contrôle doivent être soumises à l'approbation des actionnaires, alors que les simples regroupements d'entreprises peuvent être laissés à la discrétion du conseil d'administration. La mise en œuvre de ces principes peut soulever des problèmes pratiques, lorsque les opérations revêtent un caractère mixte. Dans ces cas, l'attribution de compétences doit se faire en fonction de l'élément prépondérant de l'opération : prise de contrôle ou regroupement d'entreprises.

Toutefois, ce critère de répartition présente un caractère indéterminé et peut être source d'insécurité juridique. Il nous semble plus opportun de répartir les compétences sur la base d'une règle claire, fondée sur des critères quantitatifs fixés en fonction de l'importance financière de la transaction ou du nombre d'actions à remettre à la société aliénatrice ou à ses actionnaires. Afin de conserver une soupape de sécurité, cette norme pourrait réserver les règles ordinaires pour les cas où la décision modifierait la substance des droits des actionnaires.

§ 3 Influence du conseil d'administration sur l'assemblée générale

En marge de ses compétences décisionnelles, le conseil d'administration peut aussi influencer les décisions de l'assemblée générale par deux moyens que nous examinerons successivement. Premièrement, il a la charge de les préparer et de les exécuter, une compétence fondamentale, puisqu'elle modèle la décision à venir et détermine sa structure et son contenu. D'ordinaire, l'assemblée générale se contente de ratifier la proposition du conseil d'administration ou, exceptionnellement, la rejette en bloc.

Deuxièmement, le conseil d'administration joue un rôle décisif lors des négociations des fusions et acquisitions. Ses membres sont compétents pour représenter la société : ils expriment la volonté de celle-ci aux tiers. Ils négocient et concluent les contrats sous-jacents à toutes les opérations auxquelles la société est partie.

I. Rôle préparatoire

A. Nature

Le conseil d'administration est incontournable lors de l'élaboration des fusions et acquisitions. Même lorsqu'une décision outrepassa sa compétence, ses attributions intransmissibles et inaliénables lui imposent de préparer la décision de l'assemblée générale³⁴³. Par ailleurs, son pouvoir de fait lui confère une influence non négligeable sur la formation de la volonté sociale.

1. *Compétence légale en matière de préparation de l'assemblée générale*

La compétence du conseil d'administration en matière de préparation de l'assemblée générale n'est pas une simple activité de secrétariat. Elle le dote d'une influence sur la volonté sociale³⁴⁴. Le conseil est ainsi compétent pour convoquer l'assemblée générale et fixer l'ordre du jour³⁴⁵. Il peut choisir quand celle-ci se réunit et sur quels objets elle délibère. Il peut la convoquer au moment qui lui paraît opportun³⁴⁶. Il est aussi chargé d'informer les actionnaires des tenants et aboutissants des décisions. A ce titre, il peut mener une campagne de presse en faveur de ses projets.

Il est aussi chargé d'élaborer les décisions³⁴⁷. Il détermine donc leurs objets potentiels et les concrétise sous forme de propositions à l'assemblée générale³⁴⁸. Il reçoit un mandat d'élaborer les projets de fusions et acquisitions, bien qu'ils soient soumis à l'approbation de l'assemblée générale. Il peut ainsi choisir les partenaires de la société et négocier avec eux les termes de l'accord.

2. *Pouvoir de fait du conseil d'administration sur l'assemblée générale*

L'importance du rôle préparatoire est renforcée par des facteurs factuels et juridiques. A cause de la dispersion de leurs participations et du problème d'action

³⁴³ Art. 716a al. 1 ch. 6 CO.

³⁴⁴ Voir, dans le système juridique américain, POUND (1988), p. 241.

³⁴⁵ Art. 699 al. 1 CO et art. 700 al. 2 CO.

³⁴⁶ Voir, dans le système juridique américain, POUND (1988), p. 241. Voir la marge d'appréciation conférée par le droit suisse, WATTER/RAMPINI (2001), p. 10–11. Comme le soulignent DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 699 CO, no 15, bien qu'un groupe d'actionnaires représentant 10% du capital-actions puisse demander la convocation d'une assemblée générale, le conseil d'administration reste compétent pour mettre en œuvre cette requête. Il conserve ainsi une certaine marge de manœuvre. Selon BÖCKLI (1996), no 1247d, le conseil d'administration peut en tout cas s'octroyer 5 semaines pour organiser et convoquer l'assemblée générale (compte tenu du délai légal de 20 jours).

³⁴⁷ Comme le souligne BÖCKLI (1997), p. 60, il doit s'agir d'une véritable décision du conseil d'administration. Ce dernier ne peut pas déléguer cette fonction à l'un de ses membres.

³⁴⁸ Art. 716a al. 1 ch. 6 CO et art. 699 al. 1 CO. Voir WATTER (2003), p. 188.

collective qui en résulte, les actionnaires de sociétés publiques souffrent d'une apathie rationnelle et d'une sous-information volontaire³⁴⁹. C'est pourquoi ils se contentent de donner leur blanc-seing aux propositions du conseil d'administration.

Par ailleurs, les actionnaires ne disposent pas d'instrument juridique susceptible de contrebalancer le pouvoir du conseil d'administration. L'assemblée générale a, certes, une fonction délibérative et tout actionnaire a le droit de faire une proposition dans le cadre des objets à l'ordre du jour. Néanmoins, en matière de fusions et acquisitions, un actionnaire ne peut en réalité exercer ses droits d'initiatives légaux³⁵⁰ et l'assemblée générale n'est pas compétente pour modifier les termes d'un accord bilatéral négocié par le conseil d'administration ou suggérer un rapprochement avec un autre partenaire.

En définitive, le conseil d'administration exerce un rôle-clé lors de la préparation des décisions de l'assemblée générale. Il peut ainsi influencer les décisions de celle-ci. De façon schématique, en matière de fusions et acquisitions plus qu'ailleurs, son influence restreint la souveraineté de l'assemblée générale. Il réduit le pouvoir de cette dernière à un droit de veto. Cette perte de pouvoir est exacerbée, faute d'instrument juridique à la disposition des actionnaires pour initier ou modifier une fusion ou une acquisition.

B. Opportunité

De prime abord, l'influence du conseil d'administration sur l'assemblée générale est problématique. Cette dernière doit, dans l'esprit de la loi, permettre aux actionnaires de déterminer la volonté sociale. Or, l'influence du conseil d'administration les empêche d'exprimer leur volonté et contredit le but même de cette institution.

Néanmoins, les compétences du conseil d'administration se justifient dans une optique d'efficacité : elles répondent au problème d'action collective. Les coûts liés à l'intervention du conseil d'administration, notamment les coûts d'agence, sont inférieurs aux coûts de l'apathie rationnelle résultant de l'action collective³⁵¹. En d'autres termes, lorsque le conseil d'administration prépare l'assemblée générale, il protège la société contre les conséquences néfastes de la passivité des actionnaires³⁵². Il élabore et étudie les différentes alternatives et ne soumet à l'assemblée gé-

³⁴⁹ Voir sur la problématique de l'action collective et de l'apathie rationnelle qui s'en suit *supra* p. 6 ss.

³⁵⁰ L'art. 699 al. 3 CO ne confère le droit de requérir la convocation d'une assemblée générale qu'à un ou plusieurs actionnaires détenant plus de 10% du capital-actions et le droit de requérir l'inscription d'un point à l'ordre du jour qu'à des d'actionnaires détenant des actions totalisant au moins 1 million de valeur nominale.

³⁵¹ Voir sur la problématique de l'action collective, de l'apathie rationnelle qui s'en suit et des coûts d'agence, *supra* p. 6 ss.

³⁵² Voir RUFFNER (2000), p. 193 ; EASTERBROOK/FISCHEL (1991), p. 78.

nérale que les projets opportuns. Par ce biais, celle-ci profite des compétences, des connaissances et de l'expérience du conseil d'administration. L'intervention de ce dernier permet donc à l'assemblée de prendre une meilleure décision.

Cette solution constitue un moindre mal. Elle répond au problème de l'action collective, mais conserve une soupape de sécurité. Si le conseil d'administration essaie d'abuser de son influence, l'assemblée générale peut faire contrepoids. Elle peut toujours – en droit du moins – décider souverainement d'accepter ou rejeter les propositions.

En revanche, l'influence du conseil d'administration sur la prise de décision de l'assemblée générale à strictement parler est intolérable. Elle réduit à néant cette soupape de sécurité et contredit le principe même d'un vote des actionnaires. Le conseil d'administration doit donc être empêché de substituer sa volonté à celle de l'assemblée générale. Certaines règles poursuivent précisément ce but : par exemple, la suspension du droit de vote des actions propres³⁵³. Néanmoins, d'autres, comme la réglementation de la représentation des actionnaires³⁵⁴ et, dans une moindre mesure, la compétence relative à la préparation de l'assemblée générale, confèrent ce pouvoir inopportun au conseil d'administration.

En synthèse, les bénéfices liés à l'intervention de ce dernier compensent les coûts qu'elle engendre. Les avantages liés à son expertise font contrepoids au risque de propositions favorables à ses membres. Dans l'ensemble, son influence sur la formation de la volonté de l'assemblée générale est donc justifiée, malgré les failles du système.

II. Répartition des pouvoirs de représentation

La répartition des compétences doit être distinguée de la représentation de la société. Elle attribue à un organe le pouvoir de prendre une décision au sein de la société, mais ne lui permet pas de manifester la volonté sociale dans les rapports externes. Cette seconde fonction appartient exclusivement aux organes dotés du pouvoir de représenter la société, qui seuls peuvent engager la société à l'égard de tiers. Or, l'assemblée générale n'est qu'un organe interne. Elle ne détermine la volonté sociale qu'au sein de la société³⁵⁵. Ses décisions ne déploient pas d'effets à

³⁵³ Des motifs similaires constituent le fondement de certaines règles sur des restrictions de vote comme l'art. 659a al. 1 CO suspendant l'exercice du droit de vote lié aux actions propres (voir PETER/BAHAR (2000), p. 31 et les références citées) ou l'art. 695 CO sur l'exclusion du droit de vote de décharge des personnes ayant participé à la gestion de la société (LÄNZLINGER (2002), ad art. 695 CO, nos 3 ss ; BÖCKLI (1996), nos 1410d ss ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 24, nos 78 ss).

³⁵⁴ Par exemple les règles sur l'exercice du droit de vote d'actionnaires n'ayant pas donné d'instruction à leurs représentants dépositaires renforcent le pouvoir du conseil d'administration : elles obligent un représentant dépositaire à voter dans le sens du conseil d'administration ou à s'abstenir. Art. 689d al. 2 CO. Dans ce sens, WÄTTER/RAMPINI (2001), p. 16–17.

³⁵⁵ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 22, no 2.

l'égard de tiers. La représentation revient au conseil d'administration et, dans la mesure où il a délégué ce pouvoir, à ses membres ou à des tiers³⁵⁶.

Les personnes autorisées à représenter la société peuvent accomplir tous les actes qu'implique le but social³⁵⁷. La jurisprudence interprète très extensivement cette notion, qui recouvre « *non seulement les actes qui sont utiles à la société ou qui rentrent dans l'activité normale de l'entreprise. Ils comprennent également les affaires exceptionnelles qui peuvent contribuer à atteindre le but social, c'est-à-dire toutes celles que le but social n'exclut pas.* »³⁵⁸ Toutefois, en droit suisse, certains actes ne sont jamais couverts par le but social. Il en va ainsi de ceux qui, de fait, modifient le but social³⁵⁹ ou liquident la société³⁶⁰. Les pouvoirs de représentation ne couvrent jamais ces actes sous réserve d'une décision expresse de l'assemblée générale.

Par ailleurs, bien que l'arrêt *Negresco* laisse entendre le contraire³⁶¹, l'ordre juridique suisse n'a pas endossé dans toute sa rigueur le principe de l'abstraction du droit allemand³⁶², selon lequel le pouvoir de représentation est indépendant du contenu du rapport de droit dont il découle. Les limitations internes du droit de représenter (ou, plus précisément, de l'exercice légitime du pouvoir de représentation) ne sont pas opposables aux tiers.

Cette théorie appliquée rigoureusement exclut toute possibilité qu'un représentant n'engage pas le représenté³⁶³. La réception du principe d'abstraction en droit suisse a été plus restreinte : elle a été limitée par la protection de la bonne foi³⁶⁴. En effet, les restrictions internes du pouvoir de représentation, règles générales ou instructions spécifiques, ne sont pas opposables aux tiers de bonne foi. En revanche, le tiers qui connaît ou doit connaître ces limitations doit se les laisser opposer. Ainsi, il doit reconnaître l'absence de droit de représentation, lorsque l'acte est manifestement contraire à l'intérêt social³⁶⁵. Il en va de même lorsque l'acte, un

³⁵⁶ Art. 718 al. 1 et 2 CO.

³⁵⁷ Art. 718a al. 1 CO.

³⁵⁸ Arrêt du Tribunal fédéral du 19 janvier 1993, *H. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 119 II 23, consid. 3b, p. 26 ; arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373, consid. 3a, p. 374 ; arrêt du Tribunal fédéral du 17 septembre 1985, *Negresco SA c. Masse en faillite de Soscil SA*, ATF 111 I 284, SJ 1986 183, consid. 3b, p. 186.

³⁵⁹ Voir *infra* p. 49 ss.

³⁶⁰ Voir *infra* p. 52.

³⁶¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 17 septembre 1985, *Negresco SA c. Masse en faillite de Soscil SA*, ATF 111 I 284, SJ 1986 183, consid. 3b, p. 186. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 19 janvier 1993, *H. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 119 II 23, consid. 3b, p. 26.

³⁶² CHAPPUIS (1997), p. 692–694. Voir WATTER (2002a), ad art. 718a CO, no 8.

³⁶³ Voir le § 82 AktG.

³⁶⁴ Comp. le texte du § 82(1) AktG avec celui de l'art. 718a al. 2 CO.

³⁶⁵ Arrêt du Tribunal fédéral du 19 janvier 1993, *H. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 119 II 23, consid. 3b, p. 26. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 3 juillet 2000, *G. Schwendler SA en faillite c. Kaufmann & Co*, ATF 126 III 361, JT 2001 I 131, consid. 3a et 3b, p. 134–135 (ce principe n'est pas applicable à un contrat dans l'intérêt de l'actionnaire unique). WATTER (2002a), ad art. 718a CO, no 8 ; CHAPPUIS (1997), p. 692–694. Plus nuancé ZOBL (1989), p. 305 ss.

contrat important par exemple, relève de la compétence de l'assemblée générale³⁶⁶. Le tiers doit alors vérifier non seulement les pouvoirs du représentant, mais également la décision d'approbation de l'assemblée générale.

Deux conséquences découlent de ces développements dans le domaine des fusions et acquisitions. Premièrement, le conseil d'administration et les représentants qu'il a nommé sont seuls compétents pour représenter la société à l'égard de tiers. Seuls ces organes peuvent négocier et conclure le contrat de fusion ou d'acquisition. Deuxièmement, les compétences internes de l'assemblée générale limitent dans ce domaine l'étendue du pouvoir des organes de représentation. Si ces derniers usent de leur pouvoir sans disposer de l'autorisation interne, ils violent leurs devoirs³⁶⁷. De plus, un dépassement du droit de représentation est opposable au tiers qui peut ou doit le reconnaître dans le contexte des fusions et acquisitions, puisque ces restrictions sont fondées directement sur des règles légales ou statutaires. Dès lors, la société n'est pas engagée ni liée au tiers qui ne peut pas se prévaloir de sa bonne foi.

§ 4 Rapports entre le conseil d'administration et la direction

I. Introduction

Si, dans le modèle du code des obligations, le conseil d'administration est un organe de gestion³⁶⁸, la réalité des grandes sociétés publiques est toute autre : il est composé, en partie du moins, de personnes qui n'exercent pas leur activité principale au sein de l'entreprise sociale et l'organe *in corpore* ne se charge pas de la gestion courante, mais la délègue à des professionnels spécialisés, regroupés au sein de la direction. Cet état de fait invite à préciser le rôle du conseil d'administration au sein de l'exécutif social dans la section suivante.

II. Règles générales du partage des tâches

A. Modes de partage des tâches

En droit suisse, sous réserve de dispositions statutaires contraires, le conseil d'administration se charge de la gestion des affaires sociales³⁶⁹. Tous ses membres par-

³⁶⁶ WATTER (1985), no 178. L'exigence de bonne foi suppose que le caractère contraire au droit de l'acte du représentant soit reconnaissable.

³⁶⁷ Voir WATTER (2002a), ad art. 718a CO, no 5 ; CHAPPUIS (1997), p. 689 ; ZOBL (1989), p. 296.

³⁶⁸ Voir l'art. 716 al. 2 CO.

³⁶⁹ Art. 716 al. 2 CO.

ticipent à cette activité qui devient ainsi le produit d'un travail collégial³⁷⁰. Toutefois, dès que l'entreprise atteint une certaine dimension, son bon fonctionnement requiert une certaine division du travail entre les membres du conseil d'administration, ainsi que le recours à des tiers³⁷¹.

Le droit suisse permet deux formes de partage des tâches soit, pour reprendre la terminologie de TRIGO TRINDADE, la délégation de compétences et la répartition de fonctions³⁷². La première vise le transfert du conseil d'administration à un ou plusieurs de ses membres ou à des tiers d'une fonction de gestion des affaires sociales, comprenant une compétence décisionnelle complète³⁷³. En d'autres termes, cette délégation constitue un instrument d'organisation de l'exécutif social. Elle permet au délégué d'instituer de nouveaux organes dotés de compétences propres et d'un pouvoir de décision autonome.

La répartition des tâches³⁷⁴ confère moins de pouvoirs. Elle ne porte que sur la charge de préparer et d'exécuter certaines décisions ou de surveiller certaines affaires sans pour autant déléguer un pouvoir décisionnel autonome. L'attributaire ne participe pas à la formation de la volonté sociale au sens strict et ne revêt donc pas la fonction d'organe social³⁷⁵. Bien que le code des obligations n'envisage cette répartition des tâches qu'entre des membres du conseil d'administration, elle est aussi envisageable avec des tiers, employés ou mandataires de la société.

En définitive, la répartition des tâches est un moyen de régler le processus décisionnel du conseil d'administration et non à proprement parler un mode de partage des fonctions exécutives. Elle rend ce processus plus efficace au niveau de la préparation et du contrôle : elle permet de confier ces deux phases à un cercle restreint de personnes, tout en laissant les pleins pouvoirs au conseil d'administration *in corpore* quant à la formation de la volonté proprement dite³⁷⁶.

B. Compétence du conseil d'administration en matière d'organisation

Le conseil d'administration dispose selon le code des obligations de la compétence intransmissible et inaliénable de fixer l'organisation de la direction³⁷⁷. Cette attri-

³⁷⁰ Art. 716b al. 3 CO.

³⁷¹ Art. 716 al. 2 CO et à l'art. 716b CO.

³⁷² PITTET (1999), p. 59 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 158, propose une troisième forme de partage des tâches sous la forme des attributions particulières du président du conseil d'administration. Bien que déterminantes d'un point de vue factuel, elles ont plutôt un caractère procédural : le président du conseil doit assurer le bon fonctionnement du conseil d'administration en convoquant ce dernier et en assurant l'intérim entre les séances.

³⁷³ TRIGO TRINDADE (1996), p. 158. Comp. GUHL/KOLLER/SCHNYDER/DRUEY (2000), § 71, no 4 qui définissent la délégation comme le transfert de charges de direction.

³⁷⁴ Art. 716a al. 2 CO.

³⁷⁵ TRIGO TRINDADE (1996), p. 157 et 181.

³⁷⁶ TRIGO TRINDADE (1996), p. 121-127. Dans le même sens, PITTET (1999), p. 60 ; Comp. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 29, no 30.

³⁷⁷ Art. 716a al. 1 ch. 2 CO.

bution a deux corollaires : premièrement, elle ancre dans la loi l'autonomie du conseil en la matière. Par-là, elle empêche les actionnaires d'interférer dans la gestion des affaires sociales³⁷⁸. Deuxièmement, elle le rend responsable de la bonne organisation de l'exécutif social³⁷⁹.

Le conseil d'administration doit donc décider comment organiser la direction de la société. Toutefois, sa compétence dans ce domaine est limitée : la délégation ne peut pas porter sur les tâches intransmissibles et inaliénables et doit se fonder sur une base statutaire expresse³⁸⁰. L'assemblée générale peut donc contraindre le conseil d'administration à gérer *in corpore* la société, en refusant d'adopter cette clause³⁸¹.

Ces deux limites ne s'appliquent qu'à la délégation au sens strict. Même en l'absence d'autorisation statutaire, le conseil d'administration peut répartir entre ses membres ou attribuer à des tiers la charge de préparer et d'exécuter des décisions ou surveiller certaines affaires, y compris celles relevant de son domaine réservé³⁸².

III. Répartition des rôles lors des fusions et acquisitions

La répartition des tâches lors des fusions et acquisitions soulève les deux questions suivantes : d'abord, dans quelle mesure le conseil d'administration peut-il déléguer ses compétences dans ce domaine ? Ensuite, quelle est la place de la répartition des compétences lors des fusions et acquisitions ?

³⁷⁸ HOMBURGER (1997), ad art. 716a CO, no 551 ; KAMMERER (1997), p. 147 ; BÖCKLI (1996), no 1589 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 30, no 35 (voir l'opinion dissidente de NOBEL mentionnée à la note 14) ; FORSTMOSER (1992), p. 23.

³⁷⁹ Message concernant la révision du droit des sociétés anonymes du 23 février 1983, p. 193.

³⁸⁰ Voir l'art. 716b al. 1 CO.

³⁸¹ Raisonnant *a maiore*, une partie de la doctrine admet même que l'assemblée générale peut moduler le cadre de la délégation, soit en termes de l'étendue des tâches qui peuvent en faire l'objet, soit en termes de cercle des délégataires, par exemple en le limitant exclusivement aux administrateurs. Voir PITTET (1999), p. 62 ; BÖCKLI (1996), no 1588 ; FORSTMOSER (1992), p. 33 ; WATTER (2002a), ad art. 716b CO, no 5. *Contra* HOMBURGER (1997), ad art. 716b CO, nos 733–735 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 19 se fondant sur l'art. 716a al. 1 ch. 2 CO.

A notre avis, la réponse doit être quelque peu nuancée : comme le conseil d'administration a toujours la faculté de diriger collégalement les affaires sociales, l'assemblée générale ne peut pas le contraindre à ne déléguer la gestion qu'à des tiers, ni poser des exigences supplémentaires quant à la personne du délégataire (par exemple, des exigences en termes de qualification), ou encore quant au fonctionnement de la direction à moins de violer la compétence inaliénable du conseil d'administration en matière d'organisation. Art. 716a al. 1 ch. 2 CO. En revanche, selon le principe *a maiore*, elle peut restreindre le cercle des délégataires aux seuls membres du conseil d'administration.

³⁸² TRIGO TRINDADE (1996), p. 182–183.

A. Délégation

1. Généralités

La délégation de tâches est sujette à deux conditions de forme : premièrement, on l'a vu, elle nécessite une base statutaire expresse³⁸³. Deuxièmement, elle doit se fonder sur un règlement d'organisation adopté par le conseil d'administration³⁸⁴ qui détermine les modalités de la gestion, en termes de postes nécessaires, d'attributions et de l'obligation de faire rapport³⁸⁵. Il doit transférer la compétence décisionnelle à un organe individuel ou collectif déterminé et éviter une dilution de la responsabilité au sein d'une organisation anonyme³⁸⁶.

Au fond, le conseil d'administration peut déléguer toutes les tâches de gestion à l'exception de son noyau dur de compétences intransmissibles et inaliénables³⁸⁷. Selon TRIGO TRINDADE³⁸⁸, le conseil d'administration se voit essentiellement interdire la délégation des trois *curae* : la *cura in instruendo*, concrétisée par les compétences du conseil d'administration en matière de haute direction³⁸⁹, d'organisation³⁹⁰ et de contrôle financier³⁹¹, la *cura in eligendo*³⁹², ainsi que la *cura in custodiendo*, associée à la compétence en matière de haute surveillance³⁹³.

La délégation ne constitue pas une obligation, mais une faculté offerte au conseil d'administration. Par conséquent, ce dernier peut non seulement transférer une compétence décisionnelle, mais il peut conserver le droit d'attirer certaines affaires. Il est même tenu de le faire, lorsqu'elles relèvent de la haute direction de la société³⁹⁴ ou lorsqu'elles requièrent son attention.

2. Caractère inaliénable de la préparation de l'assemblée générale

Le conseil d'administration ne peut pas déléguer les décisions relatives à la préparation de l'assemblée générale, une interdiction qui découle de la nature intransmissible et inaliénable de cette compétence. Lui seul peut prendre les décisions re-

³⁸³ Art. 716b al. 1 CO.

³⁸⁴ Art. 716b al. 1 et 2 CO.

³⁸⁵ Art. 716b al. 2 CO.

³⁸⁶ WATTER (2002a), ad art. 716b CO, no 6 ; PITTET (1999), p. 32 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 159.

³⁸⁷ Art. 716a al. 1 CO.

³⁸⁸ TRIGO TRINDADE (1996), p. 163 ; dans le même sens, REYMOND (1984), p. 113, lit cette disposition comme une limite de la délégation licite et par conséquent à l'application de la règle de responsabilité de l'art. 754 al. 2 CO.

³⁸⁹ Art. 716a al. 1 ch. 1 CO.

³⁹⁰ Art. 716a al. 1 ch. 2 CO.

³⁹¹ Art. 716a al. 1 ch. 3 CO.

³⁹² Art. 716a al. 1 ch. 4 CO.

³⁹³ Art. 716a al. 1 ch. 5 CO.

³⁹⁴ Art. 716a al. 1 ch. 1 CO.

latives aux phases préparatoires et il ne saurait confier à un de ses membres ou à la direction la faculté de décider l'objet des délibérations de l'assemblée³⁹⁵.

La direction est donc tenue de soumettre toutes les opérations de fusions et acquisitions qu'elle envisage à l'approbation du conseil d'administration avant que ce dernier ne les transmette à l'assemblée générale. Cette solution s'inscrit dans le système d'organisation de la société suisse : en tant qu'organe subordonné au conseil d'administration, la direction ne doit pas pouvoir court-circuiter son supérieur. D'ailleurs, la loi sur la fusion prescrit expressément que le contrat de fusion, respectivement le contrat ou le projet de scission est conclu, ou arrêté, par le conseil d'administration des sociétés concernées³⁹⁶.

3. Interdiction de déléguer des fusions et acquisitions

Lorsque les fusions et acquisitions relèvent de la gestion des affaires sociales, la délégation pose davantage de problèmes. Il convient alors de déterminer si la nature de ces transactions implique, par définition, de les confiner dans le domaine exclusif du conseil d'administration en matière de haute direction ou s'il est possible d'en déléguer certaines d'importance secondaire³⁹⁷. De plus, même dans la première hypothèse, le conseil d'administration peut-il se contenter d'instruire la direction ou doit-il approuver *in corpore* les termes de la transaction ?

Pour répondre à ces questions, il faut interpréter l'étendue de la compétence du conseil d'administration pour « *exercer la haute direction et établir les instructions nécessaires* »³⁹⁸. Cette attribution se conjugue en deux temps : d'abord, le conseil d'administration doit déterminer les objectifs de la politique de l'entreprise ainsi que les moyens pour les atteindre et s'assurer de leur conformité avec le but social. Le conseil d'administration est, en synthèse, compétent pour déterminer la stratégie appropriée afin d'atteindre le but social et pour ensuite la mettre en œuvre par des instructions à la direction³⁹⁹.

La problématique revient donc à déterminer si l'opération s'inscrit déjà dans le cadre de la stratégie et de l'organisation de la société ou si, de par sa nature ou son étendue, elle suppose leur redéfinition. Or, la plupart des fusions et acquisitions relève de la haute direction et, donc, de la compétence exclusive du conseil d'administration, lorsqu'elles impliquent une décision d'importance essentielles⁴⁰⁰ ou modifient la stratégie de la société. De même, sauf cas exceptionnels, elles nécessitent une réorganisation de la structure des deux sociétés. Seules certaines opéra-

³⁹⁵ BÖCKLI (1997), p. 60.

³⁹⁶ Art. 12 LFus et art. 23 al. 1 lit. a ou b LFus.

³⁹⁷ En faveur d'une délégation potentielle, BERTSCHINGER (1999), no 139.

³⁹⁸ Art. 716a al. 1 ch. 1 CO.

³⁹⁹ WATTER (2002a), ad art. 716a CO, nos 4 et 5 ; BERTSCHINGER (1999), no 138.

⁴⁰⁰ BERTSCHINGER (1999), no 139.

tions mineures en termes quantitatifs ou qualitatifs n'appartiennent pas à la haute direction, comme l'acquisition d'un site de production par une société qui en exploiterait déjà de nombreux autres. Par conséquent, sous réserve de ces cas particuliers, ces transactions relèvent de la compétence exclusive du conseil d'administration.

B. Répartition des tâches

Si la délégation ne joue pas un rôle significatif lors des fusions et acquisitions – elle n'est généralement pas permise – la répartition des tâches est plus fréquente. A cause de la complexité de ces opérations, le conseil d'administration ne peut pas les préparer et les exécuter seul. Par conséquent, il confie souvent leur préparation à un comité, responsable de l'élaboration de la décision. Ce dernier doit négocier les termes de l'accord et en étudier l'opportunité stratégique. Il doit rendre plus efficaces les débats du conseil. Dans les développements suivants, nous examinerons à quelles conditions la répartition des tâches est envisageable et comment elle se met en œuvre, tant au niveau du comité chargé de préparer la décision, qu'au niveau du conseil d'administration.

1. Condition

La répartition des tâches ne fait l'objet d'aucune condition de forme⁴⁰¹ : elle peut résulter de pratiques du conseil, par exemple lorsqu'un de ses membres apporte au collège son expérience ou ses connaissances particulières⁴⁰².

Le conseil d'administration peut répartir des tâches de façon permanente, par exemple lorsqu'il demande à la direction générale de formuler des propositions stratégiques ou lorsqu'il institue des comités spécialisés, comme ceux préconisés par le Code suisse de bonne pratique⁴⁰³. Il peut aussi constituer des comités *ad hoc* pour préparer des décisions ou pour assurer le suivi de problèmes particuliers ou urgents⁴⁰⁴.

Par ailleurs, bien que le texte de la loi parle exclusivement d'une répartition entre des membres du conseil d'administration⁴⁰⁵, il peut également recourir aux

⁴⁰¹ PITTET (1999), p. 49 ; BERTSCHINGER (1999), no 231 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 182 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 29, no 32. FORSTMOSER (1992), p. 30, considère cependant qu'un règlement délimitant le cadre des activités est désirable, lorsque les comités ont un caractère institutionnalisé.

⁴⁰² PITTET (1999), p. 48 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 182.

⁴⁰³ Ch. 21 Code suisse de bonne pratique. Voir KRNETA (2001), ad art. 716b CO, nos 1652–1666 ; BERTSCHINGER (1999), no 230 ; BÖCKLI (1996), no 1570 sur le comité de contrôle et no 1760 sur les comités en général ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 29, nos 32 et 36–41 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 182.

⁴⁰⁴ KRNETA (2001), ad art. 716b CO, no 1667 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 29, no 42.

⁴⁰⁵ Art. 716a al. 2 CO.

compétences de tiers, notamment des directeurs ou des mandataires externes, pour préparer ou exécuter des décisions et pour surveiller des affaires déterminées⁴⁰⁶.

2. Préparation des décisions par la direction ou par un comité

Dans le domaine des fusions et acquisitions, le conseil d'administration peut recourir à la répartition des tâches, même lorsque la décision relève de la haute direction. Ce procédé peut être utilisée tant pour préparer que pour exécuter des décisions du conseil d'administration. Plus précisément, ce dernier peut charger l'attributaire d'identifier les partenaires potentiels et leurs avantages. Il peut même aller jusqu'à lui confier un mandat de signer une lettre d'intention, sans effet contraignant, ou de négocier l'accord lui-même sans le conclure.

Le conseil d'administration peut donner ce mandat à la direction générale ou à un comité *ad hoc*. Cette deuxième voie présente des avantages dans deux cas de figure : premièrement, elle permet de concilier les impératifs de la planification avec la prise de décision au plus haut niveau de l'exécutif social. Par exemple, lorsque le projet n'est pas encore assez mûr pour une discussion en *plenum*, le conseil d'administration peut se servir d'un comité *ad hoc* afin de préparer la décision. De même, lors d'offres publiques d'acquisition, il peut avoir y recours afin de réagir rapidement et d'assurer le suivi entre ses séances.

Deuxièmement, sans anticiper sur les développements suivants en matière de devoir de fidélité, la constitution d'un comité *ad hoc* composé d'administrateurs indépendants permet aussi d'éviter les conséquences néfastes des conflits d'intérêts⁴⁰⁷.

⁴⁰⁶ KRNETA (2001), ad art. 716a CO, no 1488 ; PITTET (1999), p. 48 ; HOMBURGER (1997), ad art. 716a CO, no 687 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 178 ; BÖCKLI (1994), p. 19. WATTER (2002a), ad art. 716a CO, no 29, considère que la répartition de tâches à des tiers doit être assimilée au recours à des auxiliaires au sens de l'art. 101 CO en particulier pour les questions de responsabilité. FORSTMOSER (1992), p. 19 et 35, estime que la répartition de compétences n'est sujette à aucune limitation de fond, notamment quant à la personne à qui la tâche est confiée, car le conseil d'administration conserve la pleine et entière responsabilité décisionnelle en la matière. En dehors du cadre des compétences intransmissibles et inaliénables, DESSEMONTET (1993), p. 31, semble vouloir appliquer plutôt l'art. 55 CO, aussi lorsque la répartition des tâches ne confère pas de pouvoir décisionnel propre à un organe au sens strict. Cette dernière solution est étrange dans la mesure où l'art. 754 al. 2 CO soumet la responsabilité du déléguant à des conditions similaires à celles de l'employeur selon l'art. 55 CO. Lorsque la compétence relève du noyau dur des attributions de l'art. 716a al. 1 CO, DESSEMONTET (1993), p. 33, suit la loi à la lettre et refuse toute forme de répartition des tâches à des personnes étrangères au conseil.

⁴⁰⁷ Voir *infra* p. 122 ss.

3. *Maintien de la compétence décisionnelle*

La répartition des tâches n'a pas pour fonction de décharger le conseil d'administration *in corpore*, puisqu'il conserve la compétence décisionnelle. Il ne peut pas se contenter de donner son blanc-seing à toute proposition, mais doit *in corpore* les étudier, délibérer sur leur bien-fondé et, le cas échéant, élaborer lui-même des alternatives. Lorsqu'un projet nécessite une réflexion plus approfondie, il est même tenu de le renvoyer au comité. En définitive, les membres du conseil d'administration ne devraient approuver que les décisions qui leur semblent opportunes.

Afin que ses membres soient effectivement outillés pour exercer leurs compétences, le conseil d'administration doit veiller à être convenablement informé, lorsqu'il demande à un comité de préparer une décision⁴⁰⁸. Or, l'intensité et la qualité de l'information à fournir aux membres sont plus importantes en cas de répartition des tâches qu'en cas de délégation, parce que le conseil d'administration reste compétent et ne peut pas se décharger de sa responsabilité⁴⁰⁹.

IV. Synthèse

Dans le système du code des obligations, le conseil d'administration est l'organe exécutif suprême. Dans une large mesure, il est seul compétent pour organiser la gestion de la société. Néanmoins, il ne doit pas la diriger personnellement. Sur la base des statuts, il peut déléguer cette fonction dans les limites de ses attributions intransmissibles et inaliénables.

En matière de fusions et acquisitions, ces compétences restreignent son autonomie en matière d'organisation sur deux plans : premièrement, il doit déterminer en dernier ressort, s'il entend ou non proposer l'opération à l'assemblée générale. Deuxièmement, le recours à la délégation d'acquisitions ou de cessions, sans instructions déterminées, est limité, sinon interdit, parce que nombre de ces transactions supposent un changement de stratégie. Néanmoins, le conseil d'administration peut déléguer à la direction la compétence de procéder à des acquisitions ou des cessions mineures, mais il doit alors la surveiller et même attirer certaines décisions.

Au lieu de déléguer la gestion, il a la faculté de confier à la direction ou à ses membres, pris individuellement ou réunis en comité, la charge de préparer ou d'exécuter certaines affaires. Il peut toujours recourir à cette forme de partage des tâches, y compris lorsque la décision relève de sa sphère de compétence exclusive.

Il peut ainsi confier l'élaboration ou la négociation des projets de fusions et acquisitions à la direction ou à un comité *ad hoc*, pour autant qu'il conserve le pou-

⁴⁰⁸ Art. 716a al. 2 CO.

⁴⁰⁹ WATTER (2002a), ad art. 716a CO, no 28.

voir de décider. Ses membres doivent donc se déterminer personnellement sur l'opportunité de la décision avant de l'approuver, et formuler des contre-propositions, voire refuser la transaction dans son ensemble, si leur examen n'est pas concluant.

§ 5 Conclusion

Au terme de notre examen de la répartition des compétences lors des fusions et acquisitions, nous devons dresser un constat peu satisfaisant de l'état du droit positif suisse : dans ce domaine, la répartition des compétences entre l'assemblée générale et le conseil d'administration est une mosaïque de règles légales et de développements jurisprudentiels. Cette situation, inchangée par la loi sur la fusion, est problématique tant au regard de la systématique que de la sécurité du droit. Par ailleurs, bien que le cadre juridique applicable aux fusions et aux scissions prévoit des règles de compétence claires, il manque de flexibilité en raison de l'approche dogmatique qui motive la législation.

C'est pourquoi nous proposons *de lege ferenda* de ne plus répartir les compétences selon la technique juridique employée (fusion, scission, acquisition d'actions), mais selon la nature de la transaction (les regroupements d'entreprise au conseil d'administration, les transferts de contrôle aux actionnaires) ou, pour des motifs liés à la sécurité du droit, selon son importance quantitative. Dans ce second système plus praticable, au-delà d'un seuil financier ou social donné, les opérations reviendraient à l'assemblée générale ou aux actionnaires pris individuellement. Le conseil d'administration pourrait alors décider seul des opérations secondaires.

Sans égard à cette polémique, ce dernier est le pivot de l'organisation de la société anonyme : d'une part, ses compétences propres lui donnent un rôle central. D'autre part, il intervient également en dehors de ce domaine. Il prépare et exécute les décisions de l'assemblée générale. Or, il est non seulement chargé des aspects logistiques, mais dispose également d'une véritable influence sur l'organe suprême de la société anonyme. En parallèle, il préside l'exécutif social : ses membres supervisent collectivement la direction ; ils doivent la choisir, l'instruire et la surveiller avec soin.

Ce rôle central se concrétise aussi lors des fusions et acquisitions : le conseil prépare la décision de l'assemblée générale et négocie les termes d'un accord soumis à l'approbation des actionnaires. Il peut aussi conclure lui-même les opérations, si elles sont de sa compétence. Enfin, il surveille la direction, lorsqu'elle lui soumet des projets ou lorsqu'elle entend conclure seule des opérations mineures.

Cette place de pivot n'implique cependant pas que le conseil d'administration doive faire le travail tout seul. Il dispose d'une grande marge de manœuvre pour organiser son travail. Même dans son domaine de compétences exclusives, il peut

répartir la préparation et l'exécution des tâches à certains de ses membres, pris individuellement ou réunis en comité, voire à ses subordonnés ou à des mandataires externes.

Néanmoins, le conseil d'administration, en tant qu'organe, doit toujours conserver la compétence décisionnelle. Lui et ses membres ne peuvent pas renoncer à statuer sur une question ou se contenter d'approuver sans autre les propositions des comités ; c'est à eux de déterminer l'opportunité de la décision. Cependant ce rôle central lors des fusions et acquisitions n'est pas un pouvoir sans bornes, car les règles générales et les devoirs propres à chaque type d'opération, vers lesquelles nous nous tournons désormais, décrivent comment exercer ces compétences.

CHAPITRE 3 DEVOIRS GÉNÉRAUX : DILIGENCE, FIDÉLITÉ ET ÉGALITÉ DE TRAITEMENT

§ 1 Introduction

Trois devoirs généraux régissent le comportement des membres du conseil d'administration : diligence⁴¹⁰, fidélité⁴¹¹ et égalité de traitement des actionnaires⁴¹². Le premier précise la qualité attendue de l'activité de l'administrateur. Le deuxième garantit que cette activité est déployée dans le bon sens. Le dernier assure la même importance à tous les membres de la société, dans la mesure où ils sont dans une situation identique. En d'autres termes, le conseil d'administration ne saurait favoriser ni défavoriser un actionnaire par rapport aux autres et, inversement. Ce chapitre décrit comment ces trois devoirs généraux s'appliquent aux opérations de fusions et acquisitions en les examinant successivement.

§ 2 Devoir de diligence

I. Diligence de l'administrateur : diligence objective et professionnelle

La loi ne définit pas la notion de diligence ni l'intensité de cette obligation ; elle se contente d'exiger « toute la diligence nécessaire »⁴¹³. Cette formule vague suscite certaines difficultés. Premièrement, ce devoir est un standard de comportement flou et non une règle de droit prévisible. Elle constitue donc, par définition, une donnée à géométrie variable.

Deuxièmement, la loi suppose un seuil de diligence nécessaire en dessous duquel un administrateur ne satisfait plus son devoir. Or, cette évaluation est délicate : elle revient à intégrer dans une classification binaire (diligent ou négligent) la mesure de la prudence, une variable continue (on est plus ou moins pru-

⁴¹⁰ Art. 717 al. 1 CO.

⁴¹¹ Art. 717 al. 1 CO.

⁴¹² Art. 717 al. 2 CO.

⁴¹³ Art. 717 al. 1 CO.

⁴¹⁴ Une variable est dite discrète lorsqu'elle ne peut prendre qu'un nombre fini ou dénombrable de valeurs (par exemple, 0, 1, 2, 3 et 4), alors qu'elle est qualifiée de continue lorsqu'elle en compte un nombre indéfini (tous les nombres réels entre 0 et 4).

dent)⁴¹⁴. Le juge doit donc fixer un point au-delà duquel un comportement est diligent⁴¹⁵, alors qu'en définitive, il est difficile de savoir si un administrateur a rempli son devoir, d'une part, puisqu'il aurait toujours pu apporter plus de soin aux affaires sociales et, d'autre part, puisqu'il n'existe pas de ligne claire pour déterminer le seuil requis⁴¹⁶.

L'analyse économique du droit suggère de fixer la diligence nécessaire sur la base d'un calcul coûts-bénéfices : le niveau exigible doit conduire à minimiser le coût social du comportement de l'administrateur⁴¹⁷ qui est égal (a) aux coûts supportés par l'administrateur en vue d'exercer une diligence donnée, (b) plus l'espérance⁴¹⁸ d'un dommage causé par l'administrateur, facteur de la diligence, (c) moins d'éventuels bénéfices associés à son comportement⁴¹⁹. Bien qu'elle permette de cerner les contours du problème, cette formule n'est pas utilisable directement, car ses composantes sont trop incertaines.

La pratique préfère donc se référer à la figure théorique de l'administrateur diligent⁴²⁰, professionnel spécialisé, doté des qualités de l'homme du métier, raisonnable et compétent. Ainsi, un administrateur n'est pas certain de satisfaire à son devoir de diligence, lorsqu'il exerce son activité avec le soin qu'il porte à ses propres affaires (la diligence *quam in suis*)⁴²¹.

Toutefois, cette figure de l'administrateur diligent est une construction juridique : elle décrit abstraitement le dirigeant au comportement irréprochable⁴²².

⁴¹⁵ TRIGO TRINDADE (1996), p. 27.

⁴¹⁶ Exprimé en termes mathématiques, si x est défini comme la quantité de soins apportés aux affaires et x^* comme la quantité de soins requise pour être diligent, est diligent tout administrateur qui apporte une quantité de soins tel que $x \geq x^*$. Or, l'application de cette formule est délicate tant pour déterminer x^* que pour estimer si $x \geq x^*$.

⁴¹⁷ TRIGO TRINDADE (1996), p. 28 ; COOTER/FREEDMANN (1991), p. 1056 ss. Voir COOTER/ULEN (2000), p. 300 ss ; POSNER (1996), p. 179 ss.

⁴¹⁸ La notion d'espérance est ici utilisée dans son acception statistique de somme des valeurs possibles d'une variable aléatoire pondérées en fonction de leur distribution.

⁴¹⁹ Algébriquement, soit x la diligence, $c(x)$ le coût de la diligence qui dépend de cette dernière, $p(x)$ la probabilité d'un dommage D et $B(x)$ les bénéfices associés au comportement du conseil, le problème consiste à déterminer x^* qui minimise la formule $c(x) - p(x)D + B(x)$.

⁴²⁰ TRIGO TRINDADE (1996), p. 29. Voir en droit américain, CLARK (1986), p. 123, qui définit la *duty of care* comme un devoir exigeant que les administrateurs et les autres dirigeants sociaux « *exercise that degree of skill, diligence, and care that a reasonably prudent person would exercise in similar circumstances* » (nous soulignons). Voir également § 8.30(a) MBCA en particulier § 8.30(a)(2) qui précise qu'il doit agir « *with the care an ordinarily prudent person would exercise in similar circumstances* » (nous soulignons) ; § 4.01(a) Principles of Corporate Governance.

⁴²¹ Voir notamment WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 5 ; KRNETA (2001), ad art. 717 CO ; no 1796 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 822 ; BÖCKLI (1996), no 1619 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 31 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 28 ; HIRSCH (1967), p. 254. Arrêt du Tribunal fédéral du 28 mai 1996, R. c. V. et G., ATF 122 III 196, consid. 3a, p. 198 ; arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1987, M. c. F. et M. S., ATF 113 II 52, consid. 3a, p. 55 ; arrêt du Tribunal fédéral du 18 septembre 1973, Stefan c. Artella S.A., ATF 99 II 176, JT 1974 I 71, consid. 1, p. 74-75.

⁴²² TRIGO TRINDADE (1996), p. 29.

Poussée à l'extrême, elle conduit au mythe de l'administrateur omniscient décrié par REYMOND⁴²³.

Elle permet néanmoins d'évaluer en termes objectifs la diligence, par référence au comportement d'une personne de qualification normale exerçant des fonctions analogues. D'ailleurs, le Code suisse de bonne pratique et, dans une moindre mesure, les standards de *corporate governance* étrangers concrétisent aussi le devoir de diligence sans pour autant constituer un *safe harbour*, un sanctuaire à l'intérieur duquel l'administrateur est à l'abri de tout reproche⁴²⁴.

II. Diligence lors de l'acceptation du mandat : qualification de l'administrateur

A. Qualification professionnelle

Un administrateur doit disposer du temps et des compétences nécessaires à l'exercice de ses fonctions et, à défaut, il doit refuser le mandat, sinon il viole son obligation de diligence par une *Übernahmeverschulden*^{425/426}.

Les qualifications requises d'un membre du conseil d'administration varient selon le genre et l'importance de la société⁴²⁷. Elles doivent être plus développées au sein d'une grande société que d'une petite entreprise familiale⁴²⁸.

Il existe toutefois un dénominateur commun à tous les administrateurs : ils doivent avoir une maîtrise de la gestion d'entreprise suffisante pour comprendre les affaires de la société et prendre les décisions nécessaires⁴²⁹. Suivant la jurisprudence allemande⁴³⁰, compte tenu du caractère *intuitu personae* du mandat d'administrateur, ils sont même tenus d'être capables de s'occuper du noyau dur de leurs attributions sans devoir dépendre d'un apport externe⁴³¹.

⁴²³ REYMOND (1996), p. 53.

⁴²⁴ BÄRTSCHI (2001), p. 239. VON DER CRONE (2000b), p. 246.

⁴²⁵ Il va sans dire que, si la personne se dote pendant l'exécution de son mandat des compétences nécessaires, il ne viole plus ses devoirs. Voir l'exemple cité par REYMOND (1997), p. 67, d'une clinique dont les administrateurs sont des médecins et des hommes d'affaires où, au fil des années, chacun apprend un peu du métier de l'autre sans pour autant se spécialiser.

⁴²⁶ BERTSCHINGER (1999), no 165 ; REYMOND (1997), p. 59 ; BÖCKLI (1996), no 1615 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 29 ; HIRSCH (1967), p. 254. *Contra* WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 4 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 818, qui, à notre sens, confondent la violation d'un devoir avec la survenance d'un dommage.

⁴²⁷ BÜRGI (1969), ad art. 722 CO, no 4 ; HIRSCH (1967), p. 254.

⁴²⁸ REYMOND (1996), p. 59.

⁴²⁹ HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 818 ; BÖCKLI (1996), no 1615 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 19 ; BÜRGI (1969), ad art. 722 CO, no 6. Voir, en droit allemand, BGHZ 85, p. 295, « Hertie ».

⁴³⁰ BGHZ 85, p. 295, « Hertie ».

⁴³¹ HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 818 ; FORSTMOSER (1987), p. 109. Voir la critique de TRIGO TRINDADE (1996), p. 47 ss.

Ils ne sont toutefois pas obligés de se spécialiser dans tous les domaines d'activité de la société : ils ne doivent pas être omniscients⁴³². D'ailleurs, l'administrateur d'une grande société n'est pas élu pour la gérer au quotidien. Il est responsable seulement de la haute direction et de la haute surveillance de la société⁴³³. On attend donc de sa part des qualités critiques plutôt que des connaissances techniques⁴³⁴. Pour ces dernières, il peut se reposer sur l'expertise de ses collègues, de la direction et de ses conseillers externes⁴³⁵.

Pour remplir son devoir de diligence, il doit donc faire preuve d'un esprit critique et des compétences d'un homme d'affaires généraliste. Il doit être capable d'identifier les principaux problèmes, de comprendre et d'évaluer les solutions des spécialistes⁴³⁶. Comme le prévoit le Code suisse de bonne pratique :

*« Le conseil d'administration est composé de personnes dotées des aptitudes nécessaires pour garantir la formation de décisions dans le cadre d'un échange de vue critique avec la direction. »*⁴³⁷

De plus, la définition des compétences nécessaires tient compte du fonctionnement collégial du conseil d'administration. Elle ne doit pas priver la société des avantages qu'apportent des membres venant d'horizons variés. Un tel conseil d'administration est d'autant plus capable de se charger de ses compétences légales et statutaires. En d'autres termes, un administrateur disposant de peu de connaissances dans le secteur d'activité de la société, mais spécialisé dans un domaine particulier, est plus utile qu'un généraliste doté seulement de savoirs élémentaires⁴³⁸. Néanmoins, chaque membre reste tenu de comprendre et de former son opinion sur tous les objets qui lui sont soumis⁴³⁹.

⁴³² Voir la critique de REYMOND (1996), *passim* ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 48 ss.

⁴³³ REYMOND (1996), p. 56.

⁴³⁴ Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- & Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403, JT 1973 I 66, consid. 5a, p. 72-73 ; arrêt du Tribunal fédéral du 24 janvier 1967, *Kreft AG en liquidation concordataire c. Hommel & Cie*, ATF 93 II 22, JT 1968 I 148, consid. 3, p. 152 en matière de réviseurs qui précise expressément le devoir de solliciter des conseils.

⁴³⁵ Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- & Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403, JT 1973 I 66, consid. 5a, p. 72-73 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 79-80 ; REYMOND (1996), HIRSCH (1967), p. 254.

⁴³⁶ HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 818 ; BÖCKLI (1996), no 1615 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 19 ; BÜRGI (1969), ad art. 722 CO, no 6.

⁴³⁷ Ch. 12(2) Code suisse de bonne pratique.

⁴³⁸ Voir le plaidoyer de REYMOND (1996), p. 58 s.

⁴³⁹ TRIGO TRINDADE (1996), p. 49 s. Cette idée est d'ailleurs présente également dans le Code suisse de bonne pratique qui affirme comme principe que la composition du conseil d'administration doit être équilibrée (ch. 12 Code suisse de bonne pratique).

B. Compétences nécessaires en matière de fusions et acquisitions

Ces remarques générales s'appliquent sans autre aux fusions et acquisitions. En tant qu'homme d'affaires généraliste, tout membre du conseil d'administration doit être à même d'identifier les problèmes principaux des fusions et acquisitions. Ainsi, il doit être doté des connaissances juridiques, comptables et financières nécessaires à l'exécution diligente de ses fonctions.

Plus précisément, il a besoin de trois types de compétences pour traiter les fusions et acquisitions : d'abord, il est tenu de connaître le ou les secteur(s) d'activité de sa société pour déterminer l'opportunité commerciale d'une acquisition, d'un regroupement ou d'une cession avec des sociétés actives dans le même domaine ou dans des secteurs liés par une relation verticale ou par une complémentarité commerciale au sens large. Ensuite, il doit être capable de lire avec un œil critique des états financiers et d'apprécier le sérieux d'une évaluation d'entreprise préparée à son attention. Enfin, il est obligé disposer des connaissances juridiques suffisantes pour connaître les principaux risques légaux liés à ces opérations. L'accent ici comme ailleurs porte non pas sur l'expertise de spécialiste, mais sur une connaissance suffisante pour être sensible aux principaux problèmes et aux solutions suggérées.

C. Pas d'allègement de la diligence requise en faveur d'un administrateur surqualifié

Un administrateur particulièrement qualifié, doté par hypothèse de connaissances supérieures à celles exigées pour occuper sa fonction, est soumis à des exigences plus strictes. Sa diligence se mesure par rapport à ses compétences propres. Un banquier est donc soumis en matière financière à un standard plus sévère⁴⁴⁰.

Ce raisonnement s'impose encore davantage, lorsque l'administrateur a été choisi en raison de ses qualifications spéciales : si l'assemblée générale recherche des compétences particulières afin de contribuer à la diversité du conseil d'administration, celui qui est élu pour ces qualités ne peut se disculper, en arguant qu'il a exercé la diligence d'un administrateur ordinaire⁴⁴¹.

⁴⁴⁰ BERTSCHINGER (1999), nos 239–240 ; FORSTMOSER (1987), no 306. Dans l'arrêt *Zürcher*, le Tribunal fédéral souligne que les administrateurs étaient des avocats et qu'ils devaient, à ce titre, avoir des compétences spécifiques. Arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- & Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403, JT 1973 I 66, consid. 5a, p. 73.

⁴⁴¹ BERTSCHINGER (1999), nos 239–240.

III. Diligence dans l'activité de l'administrateur

A. Généralités

Les connaissances de l'administrateur ne forment qu'une des composantes permettant d'évaluer sa diligence ; en réalité, celle-ci s'apprécie surtout pendant l'exercice du mandat, en distinguant la prise de décision de la délégation. La première s'intéresse à la qualité des délibérations du conseil d'administration *in corpore*. Elle s'applique aussi lorsque le collège repose sur ses membres ou sur un tiers pour préparer ou exécuter sa décision. La seconde se concentre sur les soins portés par l'administrateur, lorsque le conseil a délégué la compétence décisionnelle. Comme cette activité est relativement rare lors des fusions et acquisitions, nous n'examinerons ici que la première configuration.

B. Diligence lors de décisions du conseil d'administration

1. Diligence dans le processus décisionnel ou diligence de la décision ?

a) Position du problème

La diligence représente l'obligation de moyen par excellence. Elle mesure la qualité de l'activité déployée par l'administrateur prise pour elle-même, indépendamment de son résultat. Celle d'un dirigeant social s'évalue sous deux angles⁴⁴² : d'un côté, elle apprécie la qualité de la décision en elle-même. Appliqué à un investissement, le test serait : l'investissement est-il diligent ? Par exemple, d'après le Tribunal fédéral, cela ne peut être le cas lorsque l'opération revêt un caractère spéculatif⁴⁴³.

D'un autre côté, la diligence peut se rapporter au processus de prise de décision sans s'intéresser à son issue. Cette analyse revient à déterminer si le conseil d'administration a consacré le temps nécessaire pour s'informer et s'il a examiné les différentes alternatives. Par exemple, dans l'affaire *Smith v. van Gorkom*, les juges du Delaware ont considéré que le conseil d'administration n'a pas suivi un processus diligent, lorsqu'il a accepté une fusion presque sans en débattre ni obtenir l'avis d'un banquier d'investissement, alors que le contrat avait été signé par son président lors d'un gala⁴⁴⁴.

Un examen limité au contenu de la décision est simple et objectif, mais il souffre du caractère rétrospectif d'une procédure judiciaire. Le juge n'est saisi que lorsqu'une décision s'avère inopportune et est suivie d'un dommage. Cet examen présente deux autres défauts plus graves : premièrement, il conduit à une évaluation judiciaire d'une décision de gestion, alors que les tribunaux ne sont pas équipés

⁴⁴² TRIGO TRINADE (1996), p. 26-27

⁴⁴³ Arrêt du Tribunal fédéral du 18 septembre 1973, *Stefan c. Artella S.A.*, ATF 99 II 176, JT 1974 I 71.

⁴⁴⁴ *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

pour apprécier la gestion d'entreprise et ne connaissent pas en détail le contexte propre à la société. Deuxièmement, il conduit les dirigeants à une aversion au risque : ces derniers préféreront ne pas prendre des décisions risquées de peur d'être tenus responsables si les événements tournent mal⁴⁴⁵.

A l'opposé, l'examen de la diligence du processus décisionnel est très prévisible. Les membres du conseil d'administration doivent seulement prouver le caractère diligent de ce processus. Cette solution évite les critiques *a posteriori* et encourage des risques mesurés⁴⁴⁶. Toutefois, elle formalise l'activité du conseil d'administration. Celui-ci peut alors être amené à négliger l'essentiel de son rôle et se concentrer sur les questions de forme et sur la constitution d'un dossier établissant le respect d'un processus décisionnel adéquat⁴⁴⁷. Cette approche est néanmoins préférable à la première, car elle permet de vérifier aisément la qualité de l'activité des dirigeants, compte tenu de la diversité des sociétés anonymes. D'ailleurs, un processus décisionnel diligent ne constitue-t-il pas la meilleure garantie d'une bonne gestion ?

b) Business judgment rule américaine, forme de diligence du processus décisionnel

Les différents droits des Etats américains connaissent, dans le cadre des *fiduciary duties*, un devoir de diligence, selon lequel un mandataire doit exécuter ses fonctions avec le soin qu'une personne prudente ordinaire emploierait dans des circonstances similaires⁴⁴⁸. Toutefois, en droit des sociétés, la jurisprudence a restreint la portée de ce devoir par la *business judgment rule*. Selon cette règle, un administrateur ou tout autre dirigeant social est réputé avoir satisfait son devoir de diligence, lorsque cumulativement : il prend une décision sans être intéressé à son objet, considère raisonnablement qu'elle contribue à l'intérêt de la société et estime être raisonnablement informé au vu des circonstances⁴⁴⁹.

En appliquant la *business judgment rule*, le juge se focalise sur le processus décisionnel. Il ne s'intéresse pas à la gestion des affaires sociales⁴⁵⁰. Or, après avoir exclu les deux premières conditions, concrétisations du devoir de fidélité, cette règle exige, d'une part, que les dirigeants sociaux disposent des informations, à leur avis nécessaires, au vu de la décision à prendre et des circonstances spécifiques et, d'au-

⁴⁴⁵ GLANZMANN (2000), p. 159 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 26. Voir les remarques de KRNETA (2001), ad art. 717 CO, no 1802 ; VON DER CRONE (1997a), p. 104. ; BÖCKLI (1996), nos 1620-1623.

⁴⁴⁶ GLANZMANN (2000), p. 159 ; VON DER CRONE (1997a), p. 104. ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 26.

⁴⁴⁷ BÖCKLI (2000), p. 142 ; TRIGO TRINDADE (1996), no 27. Voir, en droit américain, la critique du caractère procédurier de l'arrêt *Smith v. van Gorkom*, HERZEL/KATZ (1986), *passim*.

⁴⁴⁸ CLARK (1986), p. 123 ; § 8.30(a) MBCA ; § 4.01(a) Principles of Corporate Governance.

⁴⁴⁹ Voir § 4.01(c) Principles of Corporate Governance ; *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), p. 812 ; *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

⁴⁵⁰ HENN/ALEXANDER (1983), § 242.

tre part, qu'ils prennent le temps de réfléchir en étudiant les éventuelles alternatives⁴⁵¹. Ce standard se concentre donc sur la diligence du processus décisionnel. Le caractère raisonnable de la décision opère comme une soupape de sécurité utilisable, si, malgré un processus décisionnel diligent, la décision était manifestement négligente⁴⁵².

c) *Pouvoir d'appréciation dans les décisions de gestion comme business judgment rule suisse*

La jurisprudence suisse n'a pas systématisé l'examen de la diligence. Elle sanctionne sans équivoque des violations de la diligence sur le plan du processus décisionnel : elle reproche aux membres de conseils d'administration de trop peu se réunir ou de mal s'informer⁴⁵³. En revanche, la jurisprudence ne refuse pas pour autant d'examiner le contenu des décisions. Bien que le Tribunal fédéral reconnaisse au conseil d'administration un large pouvoir d'appréciation, il a parfois sanctionné le caractère négligent d'actes de gestion⁴⁵⁴. Ces arrêts s'inscrivent toutefois pour la plupart dans le contexte de violations de l'obligation de fidélité ou s'attaquent à des décisions dont le caractère négligent était si patent que, même selon la *business judgment rule* américaine, les administrateurs auraient été tenus pour responsables⁴⁵⁵.

La doctrine récente préfère s'orienter sur la prise de décision. Un courant initié par VON DER CRONE et TRIGO TRINDADE plaide en faveur d'une approche formaliste,

⁴⁵¹ CLARK (1986), p. 128–129 ; *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), p. 812 ; *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985) ; *Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp.*, 569 A.2d 53 (Del. 1989), p. 66, sur le devoir d'examiner les alternatives disponibles.

⁴⁵² HANSEN (1986), p. 1242.

⁴⁵³ Arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- & Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403, JT 1973 I 66, consid. 5a, p. 72–73 ; arrêt du Tribunal fédéral des assurances du 29 septembre 1988, *U. c. Ausgleichskasse des Schweizerischen Baumeisterverbandes und Kantonale Rekurskommission Uri für die AHV/IV/EO*, ATF 114 IV 219.

⁴⁵⁴ Par exemple, l'arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1987, *M. c. F. et M. S.*, ATF 113 II 52, JT 1988 I 26 ; arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1981, *X. c. J. Berberat et Henauer SA*, SJ 1982 221 ; arrêt du Tribunal fédéral du 18 septembre 1973, *Stefan c. Artella S.A.*, ATF 99 II 176, JT 1974 I 71. L'arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- & Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403, JT 1973 I 66, est également souvent cité, parce qu'il a considéré que la prise d'un gros risque (*Klumpenrisiko*) en violation des principes de diversification des risques constituait un acte négligent. A notre avis, cet arrêt, qui concernait la violation de règles de droit bancaire sur la diversification des risques, ne saurait être généralisé à toutes les sociétés anonymes. En effet, il est au contraire usuel qu'une société anonyme soit active dans un seul domaine.

⁴⁵⁵ L'arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1987, *M. c. F. et M. S.*, ATF 113 II 52, JT 1988 I 26 et l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1981, *X. c. J. Berberat et Henauer SA*, SJ 1982 221 s'inscrivent dans le cadre d'affaires avec un proche de la société et l'arrêt du Tribunal fédéral du 18 septembre 1973, *Stefan c. Artella S.A.*, ATF 99 II 176, JT 1974 I 71 concerne un investissement à caractère hautement spéculatif.

en préconisant la reconnaissance d'une présomption de diligence des actes adoptés selon un processus diligent⁴⁵⁶. Selon une autre partie de la doctrine, la jurisprudence du Tribunal fédéral reconnaît aux membres du conseil d'administration un large pouvoir d'appréciation⁴⁵⁷. Elle laisserait même transparaître une *business judgment rule* «à la suisse», se distinguant de son homologue américaine, parce qu'elle formule en termes objectifs le niveau d'information requis⁴⁵⁸.

En synthèse, le devoir de diligence des organes de gestion en droit suisse tend à se concentrer sur la prise de décision, sans s'intéresser à la décision elle-même.

2. Diligence lors de décisions de fusions et acquisitions

Les fusions et acquisitions requièrent une diligence toute particulière en raison de leur importance pour la marche des affaires de la société : l'espérance⁴⁵⁹ des dommages causés par des actes du conseil d'administration est élevée, les coûts de la précaution doivent donc être conséquents, ces derniers se mesurant tant en termes de temps consacré à la discussion, que de qualité de l'information préalable.

a) Information adéquate

Pour satisfaire leur devoir de diligence, les membres du conseil d'administration doivent disposer des connaissances nécessaires pour apprécier les tenants et aboutissants de la transaction, la décomposant en termes d'évaluation des entreprises et des risques⁴⁶⁰. Ils sont aussi tenus de s'assurer du caractère équitable sinon avanta-

⁴⁵⁶ VON DER CRONE (1997a), p. 104 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 26.

⁴⁵⁷ WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 6 ; KRNETA (2001), ad art. 717 CO, nos 1805 et 1815–1822 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 24.

⁴⁵⁸ Dans l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1981, X. C. J. BERBERAT ET HENAUER SA, SJ 1982 221, consid. 3a, p. 225 et l'arrêt du Tribunal fédéral 7 du avril 1987, M c. F. et M. S., ATF 113 II 52, consid. 3a, p. 57, JT 1987 I 26 qui ont considéré que : « Les personnes chargées de la gestion conservent néanmoins un large pouvoir d'appréciation dans l'examen de l'opportunité d'une affaire ou de sa conformité au but statutaire de la société ». Dans les deux arrêts précités, le Tribunal fédéral n'avait pas à connaître de simples violations de l'obligation de diligence, mais de décisions prises dans une situation de conflit d'intérêts. Il a donc précisé : « la responsabilité des administrateurs doit en revanche s'apprécier avec une extrême rigueur lorsqu'ils n'agissent pas dans l'intérêt de la société mais recherchent le leur, celui d'actionnaires ou celui de tiers. »

Voir l'observation de *lege lata* de Frick (2003), p. 518 ss ; TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 396 ; WIDMER/BANZ (2002), ad art. 754 CO, no 31 ; GLANZMANN (2000), p. 165–166 ; GRASS (2000), *passim*, en particulier p. 109 ss.

⁴⁵⁹ La notion d'espérance est ici utilisée dans son acception statistique de somme des valeurs possibles d'une variable aléatoire pondérées en fonction de leur distribution.

⁴⁶⁰ TRIGO TRINDADE (1996), p. 123. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- & Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403, JT 1973 I 66, consid. 5a, p. 73.

geux de la transaction et de l'adéquation entre la prise de risque et les retours (*returns*) espérés⁴⁶¹.

Le droit suisse n'oblige pas les membres du conseil d'administration à répondre personnellement à ces questions ; toutefois, il s'attend à ce qu'ils s'informent auprès de la direction et de conseillers externes⁴⁶². D'ailleurs, bien qu'il ne soit pas impératif, le recours aux juristes et à des financiers est presque inévitable face à la complexité de ces opérations⁴⁶³ : le conseil d'administration ne peut se passer de leurs services, qu'en présence de circonstances particulières⁴⁶⁴.

L'avis des spécialistes ne suffit pas pour autant à le décharger de sa responsabilité, car il est seul compétent pour prendre la décision. Chaque administrateur est donc tenu de comprendre et d'analyser personnellement les avis des experts avant de se prononcer. S'il ne les comprend pas ou s'ils paraissent erronés ou incohérents, il doit demander des renseignements et des éclaircissements complémentaires⁴⁶⁵. Plus encore, il lui appartient de faire preuve d'esprit critique, non seulement lorsqu'il examine ces avis et leurs conclusions, mais aussi pendant qu'il délibère sur la transaction, la composante de la diligence du processus décisionnel que nous allons désormais analyser.

b) *Délibération adéquate*

Etant donné l'importance des fusions et acquisitions, le conseil d'administration est tenu de se donner le temps nécessaire pour débattre de l'opportunité de l'opération. Cette réflexion doit non seulement être consacrée à son information, mais aussi à un véritable débat sur le bien-fondé de la décision⁴⁶⁶.

⁴⁶¹ Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 18 septembre 1973, *Stefan c. Artella S.A.*, ATF 99 II 176, JT 1974 I 71. Böckli (1996), no 1623. Voir la discussion économique proposée par COOTER/FREEDMANN (1991), p. 1056 ss, qui préconisent une adéquation entre les risques encourus et les revenus espérés.

⁴⁶² GRASS (2000), p. 179 ; FORSTMOSER (1987), no 305 ; HIRSCH (1967), p. 254.

⁴⁶³ WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 9 ; KRNETA (2001), ad art. 717 CO, no 1829.

⁴⁶⁴ Comme le souligne HIRSCH (1967), p. 254, ne pas solliciter d'avis ou ne pas s'entourer de conseillers peut en tant que tel constituer une faute. L'exemple américain de l'affaire *Smith v. van Gorkom* est parlant : le conseil d'administration n'avait guère délibéré sur l'opportunité d'une fusion et s'était fié exclusivement à un avis sommaire de la direction. Comme il ne comptait en son sein aucun financier et n'avait pas sollicité d'informations complémentaires de sa direction ou d'un banquier d'investissement, la Cour suprême jugea qu'il ne pouvait prétendre que sa décision était suffisamment informée pour bénéficier de la protection de la *business judgment rule*. *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), p. 876-878.

⁴⁶⁵ Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- & Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403, JT 1973 I 66, consid. 5a, p. 73.

⁴⁶⁶ GRASS (2000), p. 180-181 ; VON DER CRONE (1997a), p. 104.

Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- & Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403, JT 1973 I 66, consid. 5a, p. 73, selon lequel l'absence de disponibilité n'est pas une excuse pour conclure dans l'ignorance.

Le caractère adéquat du temps dédié à ce processus se mesure principalement en fonction de la durée de la séance, compte tenu de la fonction délibérative et collégiale du conseil d'administration⁴⁶⁷. Toutefois, les préludes peuvent aussi jouer un rôle important et une session courte peut se justifier, si ses membres ont reçu à l'avance la documentation nécessaire pour mener une réflexion de fond⁴⁶⁸. Il en va de même lorsque la séance est précédée de réunions de comités *ad hoc* qui facilitent le travail des autres administrateurs, leur permettant de se concentrer sur l'essentiel⁴⁶⁹.

La diligence est une obligation individuelle⁴⁷⁰. Chaque membre doit donc consacrer personnellement le temps nécessaire à la préparation de la décision⁴⁷¹. Il doit être suffisamment disponible pour assister aux séances du conseil d'administration : une absence non justifiée constitue, en tant que telle, une violation de cette obligation⁴⁷². D'ailleurs, plus la fusion ou l'acquisition est importante, plus les exigences pour excuser l'absence d'un membre du conseil d'administration sont sévères⁴⁷³.

c) Effet d'une répartition des tâches

Le conseil d'administration (si ce n'est l'assemblée générale) prend la plupart des décisions relatives aux fusions et acquisitions, mais, le plus souvent, des comités ou la direction sont chargés des travaux préparatoires.⁴⁷⁴ Cette mesure de rationalisation le contraint à se reposer sur le travail de ces personnes. Or, que se passe-t-il lorsque leur travail était inadéquat ?

Les droits des Etats américains prévoient expressément que les membres du conseil d'administration peuvent se fier aux informations, aux opinions et aux

⁴⁶⁷ GRASS (2000), p. 180–181 ; VON DER CRONE (1997a), p. 104.

⁴⁶⁸ TRIGO TRINIDADE (1996), p. 123. Voir BÖCKLI (1996), no 1505d, qui exige même que les informations topiques soient mises à disposition avant la séance.

⁴⁶⁹ BÖCKLI (1996), no 1577 et no 1578q, souligne que le recours à des comités accroît la qualité de l'information, du débat et des décisions du conseil d'administration.

⁴⁷⁰ Voir le texte de l'art. 717 al. 1 CO qui s'adresse aux membres du conseil d'administration et aux personnes qui s'occupent de la gestion. KRNETA (2001), ad art. 717 CO, no 1825 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 812.

⁴⁷¹ KRNETA (2001), ad art. 717 CO, no 1825 ; GRASS (2000), p. 181 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 812 ; REYMOND (1996), p. 59 ; GLAUS (1990), p. 57 ss ; FORSTMOSER (1987), nos 308 ss.

⁴⁷² FORSTMOSER (1987), no 310 ; HIRSCH (1967), p. 256.

⁴⁷³ FORSTMOSER (1987), nos 308–311 ; HIRSCH (1967), p. 256. Il va sans dire que des motifs objectifs d'absence, comme des raisons de santé, constituent une excuse valable, sauf si la situation perdure, dans quel cas la diligence commande de renoncer au mandat d'administrateur. Comme le souligne HIRSCH (1967), p. 256, si les absences sont par trop fréquentes, si l'administrateur n'a pas de motif valable ou s'il ne veut pas prendre la responsabilité de statuer sur la question, il manque à sa diligence.

Le caractère inadmissible d'une excuse n'implique pas nécessairement la responsabilité, car celle-ci requiert également un lien de causalité avec l'acte contraire au devoir. Toutefois, les mœurs collégiales et le désir de consensus qui, tous deux, règnent au sein des conseils d'administration ont pour effet que l'on doit admettre ce lien de causalité, même si la décision a été prise à une majorité écrasante. La voix d'un seul récalcitrant peut en effet suffire à faire changer d'avis une majorité convaincue.

⁴⁷⁴ Art. 716a al. 2 CO.

rapports préparés par leurs pairs, des dirigeants ou des conseillers externes, s'ils considèrent de bonne foi que ces personnes méritent leur confiance⁴⁷⁵.

Le code des obligations ne détermine pas dans quelle mesure ils peuvent, en respectant leur devoir de diligence, se fier aux travaux préparatoires de tiers. La doctrine sur cette question est controversée : selon un courant, la répartition des tâches ne restreint nullement l'étendue de la responsabilité et ils répondent d'éventuelles négligences de leurs subordonnés⁴⁷⁶. Selon un autre, leur devoir de diligence dans ce cas correspond à celle exigée en matière de délégation⁴⁷⁷.

Cette controverse résulte d'une mauvaise position du problème : en matière de répartition des tâches, il ne faut pas déterminer si les membres du conseil d'administration répondent des négligences des personnes ayant préparé ou exécuté la décision, mais plutôt si l'adoption de cette dernière est diligente⁴⁷⁸.

Cette appréciation dépend du caractère plus ou moins justifié de la confiance accordée à ceux qui ont préparé la décision⁴⁷⁹. Si les administrateurs se sont assurés que ces personnes étaient compétentes et fiables, c'est-à-dire qu'elles ont été choisies avec soin, ils peuvent utiliser les informations remises en respectant leur obligation de diligence⁴⁸⁰.

Ils ne peuvent pas pour autant accorder une confiance aveugle aux travaux préparatoires : ils sont tenus d'examiner avec un œil critique les rapports. Au besoin, lorsque les renseignements sont confus, bizarres ou peu dignes de confiance, ils doivent exiger des informations supplémentaires, procéder à leurs propres investigations ou mandater des tiers pour obtenir un second avis⁴⁸¹.

⁴⁷⁵ Voir expressément §§ 4.02 et 4.03 Principles of Corporate Governance ; § 8.30(b) MBCA ; § 141(e) DGCL.

En droit anglais, une règle similaire résulte de la jurisprudence : «*Business cannot be carried on upon principles of distrust and men in responsible positions may be trusted until there is reason to distrust them.*» (*Normann v Theodore Goddard*, [1991] BCLC 1028, Ch. D. *per Hoffmann J.*, p. 1031). Voir le *leading case* *Re City Equitable Fire Insurance Co Ltd*, [1925], Ch. 407, Ch. D, *per Romer J.*, p. 429.

⁴⁷⁶ WATTER (2003), p. 188–189, considère toutefois que, si une faute commise au niveau d'un comité n'est pas reconnaissable lors de la décision prise par le conseil d'administration, les membres qui ne participent pas au comité ne sont pas fautifs. Comp. WATTER (2002a), ad art. 716a CO, nos 28–29, qui ne prend pas position quant à l'effet sur la responsabilité de l'attribution de tâches au sein du conseil, mais soumet à l'art. 101 CO l'inexécution ou la mauvaise exécution de tâches par des tiers ; HOMBURGER (1997), ad art. 716a CO, no 688 ; BÖCKLI (1996), no 1979b, qui suggère l'application par analogie de l'art. 101 CO sur la responsabilité pour les auxiliaires ; DESSEMONTET (1993), p. 31, semble vouloir appliquer plutôt l'art. 55 CO, dans les cas où la répartition des tâches ne confère pas de pouvoir décisionnel d'organe au sens strict.

⁴⁷⁷ BERTSCHINGER (1999), no 235 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 180 et p. 210 ss.

⁴⁷⁸ WATTER (2003), p. 189. Voir HOMBURGER (1997), ad art. 716a CO, no 688, qui considère que la répartition des compétences revêt un caractère d'aide à la décision.

⁴⁷⁹ TRIGO TRINDADE (1996), p. 83.

⁴⁸⁰ Comme le note WATTER (2003), p. 189, cette obligation ressemble à la *cura in custodiendo*, mais impose un degré de diligence plus soutenu.

⁴⁸¹ TRIGO TRINDADE (1996), p. 83. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- & Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403, JT 1973 I 66, consid. 5a ainsi que l'arrêt tessinois du 20 juillet 1983, Rep. 1984 362, consid. 3.2, p. 366.

Cette approche ressemble à l'examen des trois *curae*, mais elle porte sur un autre objet. Tandis que l'examen des trois *curae* détermine si le conseil d'administration peut et doit intervenir pour empêcher le délégataire de prendre une décision dommageable, la répartition des tâches s'intéresse à la décision du conseil d'administration, et non aux travaux préparatoires. Ces derniers ne sont pertinents que pour déterminer si ses membres se sont bien préparés⁴⁸².

En d'autres termes, la répartition des tâches pose la question suivante : est-ce que les membres du conseil se sont dûment informés, lorsqu'ils font confiance aux comités ou à la direction ? Ils ne sont pas obligés de choisir, instruire et surveiller avec soin les auteurs d'un rapport. Ils doivent plutôt apprécier la fiabilité des sources d'information préalable à leur décision. S'ils disposent de plusieurs avis concordants, ils peuvent être moins critiques que s'ils se fondent sur une seule source.

En synthèse, la répartition des tâches ne décharge pas les membres du conseil d'administration, mais elle ne les rend pas responsables pour autant d'une mauvaise exécution des tâches confiées. Ils ne répondent de travaux préparatoires de mauvaise facture que si, lors de la prise de décision, ils pouvaient et devaient se rendre compte du caractère lacunaire ou erroné de la préparation, en faisant preuve de l'attention requise par les circonstances. Dans ce cas, c'est l'absence d'examen critique des sources, et non le caractère négligent de la préparation du document, qui fonde la violation de l'obligation de diligence.

IV. Synthèse

Le devoir de diligence de l'administrateur est celui d'un décideur professionnel. Il se concentre sur l'aptitude à comprendre les enjeux et à poser les questions nécessaires. Il se soucie avant tout de la qualité du processus décisionnel. La jurisprudence lui reconnaît un large pouvoir d'appréciation relatif à l'opportunité des décisions sociales pour autant qu'il agisse de bonne foi, sur une base informée et libre de tout conflit d'intérêts, dans ce qu'il pense être l'intérêt social.

La qualité de l'information joue dès lors un rôle central : le conseil d'administration n'est pas tenu de connaître toutes les réponses aux questions suscitées par une décision. Toutefois, il doit connaître ses limites et s'informer auprès de spécialistes dignes de confiance. Il doit comprendre les réponses et demander des éclaircissements sur les points obscurs ou incohérents, voire au besoin solliciter un second avis.

Dans le domaine des fusions et acquisitions, les membres du conseil d'administration sont tenus de statuer personnellement sur l'opportunité de la transaction. Ils doivent donc s'informer des tenants et aboutissants de l'opération. En

⁴⁸² Voir BÖCKL (1996), no 1623.

outre, ils doivent prendre le temps nécessaire pour débattre de l'opportunité de l'opération, le cas échéant en attribuant la préparation de la décision à un comité.

Compte tenu de l'importance de ces opérations, les administrateurs sont obligés de faire preuve d'une attention toute particulière au cours du processus décisionnel préalable à une fusion ou une acquisition. Toutefois, ils ne garantissent en aucun cas le succès de la transaction ni même l'absence de prise de risque, composante de toute activité commerciale. D'ailleurs, si le processus décisionnel est diligent, le juge ne sera en principe pas amené à examiner la décision à proprement parler.

§ 3 DEVOIR DE FIDÉLITÉ

I. Généralités

Si le devoir de diligence s'intéresse à la qualité de l'activité des mandataires sociaux, le devoir de fidélité garantit que cette activité est déployée dans le bon sens. Dans sa composante positive, il oblige l'administrateur à se soucier de l'intérêt social. Dans sa composante négative, il lui interdit de prendre en compte d'autres intérêts⁴⁸³.

Dans le cadre des développements suivants, nous allons examiner successivement ces deux composantes du devoir de fidélité. Dans un premier temps, nous commencerons par identifier les intérêts que les membres du conseil d'administration doivent poursuivre et protéger : nous nous intéresserons au devoir de veiller à l'intérêt social au sens strict, puis nous nous interrogerons sur l'existence de devoirs comparables à l'égard des actionnaires ou même des autres parties prenantes. Dans un second temps, nous analyserons la composante négative en nous concentrant sur la problématique des conflits d'intérêts et sur leur réglementation en droit des sociétés et en droit boursier.

⁴⁸³ TRIGO TRINDADE (1999), p. 387 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, nos 25-27.

II. Dimension « positive » de l'intérêt social

A. Intérêts protégés par l'intérêt social

1. Intérêt social, clé de voûte du devoir de fidélité

a) Généralités

L'intérêt social est la boussole du conseil d'administration. Il lui permet de choisir où conduire la société⁴⁸⁴. A ce titre, il permet de vérifier si le conseil d'administration a respecté ses devoirs. Tant que l'activité de ce dernier ne contribue pas à l'intérêt social, la question du soin qu'il porte à l'exercice de sa fonction demeure sans intérêt ; il ne se justifie d'examiner la diligence du conseil d'administration que s'il a respecté son devoir de fidélité⁴⁸⁵.

Toutefois, la loi ne définit pas l'intérêt social, un silence qui cause en droit suisse des continuelles controverses de doctrine, enrichies par une jurisprudence fluctuante⁴⁸⁶. Sans entrer dans les détails, deux visions s'opposent : une première centrée sur les actionnaires qui réduit, dans sa formulation extrême, la cause de la société à celle des actionnaires⁴⁸⁷, et une seconde institutionnelle et communautaire, selon laquelle la société anonyme, en tant que personne morale, serait dotée d'un intérêt propre et distinct de ceux des différentes parties prenantes à son quotidien. Selon les tenants de cette vision, l'intérêt social serait la résultante du mélange et de la mise en équivalence de tous ces intérêts divergents⁴⁸⁸.

⁴⁸⁴ L'image est de COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY (2002), no 431.

⁴⁸⁵ TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 399 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, nos 25–27.

⁴⁸⁶ Voir le bilan dressé par LAMBERT (1992), p. 41 et KUY (1989) p. 19–32, dans le cadre des prises de contrôle. Au cours de la dernière décennie, le vent de la *shareholders' value* a soufflé en Suisse et sans doute fait pencher la balance vers une conception plus orientée sur les actionnaires de l'intérêt social. Voir notamment, WATTER (2002a), ad art. 717 CO, nos 17 et 37 ; KRNETA (2001), nos 1085 ss ; PETER (2001), p. 94 ; VON DER CRONE (2000b), p. 240 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 786 ; LADNER (1996), p. 128–133. Observant ce changement de direction : TRIGO TRINDADE (2000), p. 292.

⁴⁸⁷ Pour une définition de l'intérêt social plus axé sur les actionnaires, voir WATTER (2002a), ad art. 717 CO, nos 37–38 ; VON DER CRONE (2000b), p. 240 ; LADNER (1996), p. 128–133 ; INDERBITZIN (1993), p. 256–257 ; THALMANN (1975), p. 27 ; BÄR (1959), p. 380–387 qui définit un actionnaire typique dont l'intérêt est lucratif mais orienté sur le long terme.

⁴⁸⁸ SCHLUEP (1955), p. 398–406, plus particulièrement p. 401, qui définit l'intérêt social comme la résultante de l'*Ausgleich* (la mise en équivalence) des différents intérêts en présence, rejetant ainsi tant la théorie de l'intérêt individuel de tous les actionnaires que celle de l'intérêt impersonnel de l'entreprise en soi. Cette approche a trouvé un écho certain en doctrine : voir en faveur de l'utilisation de la pesée des intérêts afin de déterminer l'intérêt social, SCHLUEP (1960), *passim* ; WERLEN (2001), p. 112 ; PULVER (1994), p. 257 ; VISCHER/RAPP (1968), p. 146–149 ; BÜRGI (1964), *passim*, p. 5 en particulier. Voir également TERCIER (1996), p. 45, qui semble soutenir la théorie de l'entreprise en tant que telle comme définition de l'intérêt social. Cette doctrine d'inspiration allemande (voir SCHMIDT (2002), p. 805–806) ne s'est jamais réellement implantée en Suisse.

b) *Proposition de définition de l'intérêt social*

Une définition plus pratique permet d'éviter cette controverse dogmatique : les sociétés sont formées pour exploiter dans un but lucratif l'entreprise commerciale visée par le but statutaire⁴⁸⁹. Ce but circonscrit l'intérêt social : la société doit exploiter son entreprise, afin de la faire croître et de faire bénéficier les associés des fruits de cette croissance sous la forme de dividendes ou d'accroissement de la valeur de leurs actions⁴⁹⁰.

Cette définition met au premier plan la réalisation du but lucratif et se soucie des intérêts des actionnaires, sans pour autant poser l'équation entre ces deux objectifs⁴⁹¹, tandis que ceux des autres parties prenantes, protégés par d'autres voies⁴⁹², passent au second plan⁴⁹³.

Toutefois, il serait faux de fonder le devoir de loyauté sur le solipsisme : d'une part, la société n'est pas seule au monde, elle interagit avec d'autres acteurs. D'autre part, la réalisation des objectifs sociaux suppose la prise en compte des intérêts des parties prenantes. Une société ne peut pas exploiter durablement une entreprise dans un but lucratif et négliger la cause des parties prenantes⁴⁹⁴. Inversement, si elle ne parvient pas à réaliser son but lucratif, son aptitude à payer ses créanciers et ses employés est aussi mise en péril. Dès lors, la controverse entre la primauté de la cause des actionnaires et la prise en compte des intérêts des autres parties en présence relève davantage du dogme que d'une véritable préoccupation pratique⁴⁹⁵.

Notre approche réfute donc toute pesée d'intérêts à proprement parler. Elle considère que la société, en tant que personne morale, est dotée d'un intérêt pro-

En jurisprudence, le Tribunal fédéral a jugé que la «*prospérité de l'entreprise est la meilleure sauvegarde des intérêts des sociétaires eux-mêmes*». Arrêt du Tribunal fédéral du 7 février 1933, *Stoll c. Trullas & Cie*, ATF 59 II 44, consid. 2, p. 48. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 5 octobre 1925, *Hab-lützel c. Schweiz. Gesellschaft für elektrische Industrie*, ATF 51 II 412, consid. 3, 427 et l'arrêt du Tribunal fédéral du 7 juin 1927, *Gebr. Oechslin und J. Oechslin-Bek c. Schweiz. Bindfadenfabrik*, ATF 53 II 228, consid. 1, p. 231.

⁴⁸⁹ PATRY (1977), vol. II, p. 24 ; THALMANN (1975), p. 26.

⁴⁹⁰ WATTER (2002a), ad art. 717 CO, nos 37–38 ; INDERBITZIN (1993), p. 256–257.

⁴⁹¹ Voir TRIGO TRINDADE (1996), p. 23 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 26, selon lesquels «*[im] Zentrum muss das Interesse der Aktionäre stehen*», mais qui prennent en compte d'autres intérêts.

⁴⁹² TRIGO TRINDADE (1999), p. 390 ; TERCIER (1996), p. 46 ss ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 26.

⁴⁹³ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 26.

⁴⁹⁴ WATTER (2002a), ad art. 717 CO, nos 37–38 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 23.

Par exemple, si la société méprise les intérêts de ses créanciers, ces derniers refuseront de lui faire crédit ou le feront à des conditions moins favorables (taux d'intérêts supérieurs, exigence de sûretés, etc.). De même, en se souciant de la santé et du bien-être de ses travailleurs, la société s'assure des « ressources humaines » de qualité.

⁴⁹⁵ WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 38 ; BERSSET (1988), p. 23–24.

pre qui ne la réduit pas à la résultante d'une somme d'intérêts divers⁴⁹⁶. Par ailleurs, elle appelle deux remarques complémentaires.

D'abord, cette définition légaliste ne correspond ni à la définition institutionnelle ni à l'équation entre intérêt social et intérêt commun des actionnaires. Elle considère, comme la théorie institutionnelle, que la «*prospérité de l'entreprise est la meilleure sauvegarde des intérêts des sociétaires eux-mêmes*», la réalisation du but lucratif passant par la poursuite du but statutaire⁴⁹⁷. Cependant, elle s'en distingue aussi : elle n'érige pas la prospérité de l'entreprise en fin en soi, mais la considère comme un moyen de réaliser le but lucratif de la société. De même, selon la définition proposée, le conseil d'administration ne peut prendre en compte les intérêts des parties prenantes que dans le dessein d'assurer un accroissement de la valeur de l'entreprise exploitée par la société.

A l'inverse, la poursuite du but lucratif ne revient pas forcément à rechercher l'intérêt des actionnaires. Certes, lorsque les administrateurs maximisent la valeur de l'entreprise sociale, ses actionnaires bénéficient en premier lieu des fruits de cette gestion, les autres parties prenantes, une fois leur prétention couverte, ne participant pas aux bénéfices⁴⁹⁸. Néanmoins, l'intérêt social interdit les investissements d'une valeur attendue négative, fussent-ils favorables aux actionnaires⁴⁹⁹. Plus précisément, il ne cautionne pas une prise de risque profitable pour les actionnaires, mais non pour la société, en raison de la distorsion induite par la responsabilité limitée : les premiers, ne répondant pas des pertes sociales, n'intériorisent pas les conséquences négatives de la faillite pour la société et auront une préférence pour les paris aux enjeux positifs et négatifs importants que la personne morale ne partage pas⁵⁰⁰.

2. Absence de prise en compte explicite de l'intérêt des actionnaires

a) Disparité et corrélation entre l'intérêt social et l'intérêt des actionnaires

La loi n'évoque pas de devoir de fidélité envers des actionnaires et leurs intérêts. Cette abstention est-elle une lacune ou un silence qualifié ? *A priori*, la loi est claire.

⁴⁹⁶ Elle s'oppose donc à la tradition instaurée par SCHLUEP (1955), p. 395 ss. Voir WERLEN (2001), p. 112 ; PULVER (1994), p. 257 ; VISCHER/RAPP (1968), p. 146–149 ; BÜRGI (1964), *passim*, p. 5.

⁴⁹⁷ Arrêt du Tribunal fédéral du 7 février 1933, *Stoll c. Trullas & Cie*, ATF 59 II 44, consid. 2, p. 48.

⁴⁹⁸ Ce problème est décrit notamment par JENSEN/MECKLING (1976), p. 79 ss et par COBBAUT (1997), p. 429–430.

⁴⁹⁹ En ce sens, nous nous alignons sur WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 10, selon lequel la société ne doit entreprendre que des projets laissant prévoir un retour sur investissements adéquat.

⁵⁰⁰ Par exemple, les dirigeants d'une société valant 100 ne doivent pas cautionner un investissement qui risque, à probabilité égale, de faire passer la valeur de la société soit à 300, soit à un surendettement de 500. Il conduirait, en effet, la société à avoir une valeur attendue de -200 ($= 1/2 \cdot 300 + 1/2 \cdot (-500)$) et ne serait donc pas lucratif, bien que la valeur de toutes les actions, dans cette hypothèse, soit passée de 100 à une valeur attendue de 150 ($= 1/2 \cdot 300 + 1/2 \cdot 0$) et que l'opération soit dans l'intérêt des actionnaires.

Les administrateurs doivent fidélité à la société et à nul autre. L'intérêt des actionnaires est celui d'un tiers. Au mieux, il concorde avec celui de la société ; au pire, il s'y oppose⁵⁰¹.

La société vit cependant par la volonté de ses actionnaires. Ils mettent à disposition le capital et supportent toutes les pertes à concurrence de leur investissement⁵⁰². Ils élisent le conseil d'administration et lui confient la gestion des affaires sociales⁵⁰³. Ainsi, il est tentant de faire abstraction de la société et de désigner les administrateurs comme les mandataires des actionnaires⁵⁰⁴.

Toutefois, ces arguments ne nous convainquent pas⁵⁰⁵. Certes, les actionnaires nomment les administrateurs, mais ils agissent en tant que membres d'un organe de la société, l'assemblée générale, et non en tant qu'individus. C'est donc la société qui mandate les membres du conseil d'administration⁵⁰⁶. D'ailleurs, il est admis que l'intérêt social implique la préséance de l'intérêt de la société sur l'intérêt égoïste d'un actionnaire déterminé⁵⁰⁷. Le conseil d'administration n'a donc pas d'obligation de fidélité aux actionnaires et il ne doit pas veiller à leurs intérêts particuliers à moins qu'ils ne coïncident avec celui de la société⁵⁰⁸.

⁵⁰¹ Voir PETER (2001), p. 92.

⁵⁰² Le ch. 1 Code suisse de bonne pratique est emblématique : «*Pourvoyeurs de capitaux, c'est aux actionnaires que revient le dernier mot.*». Voir THALMANN (1975), p. 27.

⁵⁰³ THALMANN (1975), p. 27 ; WATTER (1990), no 736.

⁵⁰⁴ Voir le Code suisse de bonne pratique qui focalise le gouvernement d'entreprise sur l'intérêt des actionnaires. Voir PETER (2001), p. 94 ; VON DER CRONE (2000b), p. 243 ; WATTER (1990), no 736, estime que la majorité des actionnaires détermine la volonté sociale, bien qu'il définisse le conseil d'administration comme le mandataire de la société.

⁵⁰⁵ Contrairement à l'idée répandue, le droit anglais ne postule pas de devoir de fidélité à l'égard des actionnaires. Voir le texte de la s. 309 du Companies Act 1985 qui prévoit expressément que les administrateurs doivent fidélité à la société (et à la société seule). DAVIES/GOWERS (1998), p. 602, précise que cette notion est interprétée comme étant l'intérêt collectif des membres.

Aux Etats-Unis, la situation est controversée : voir les Principles of Corporate Governance, p. 200, qui précisent que le principe de fidélité est dû à la société, mais qu'il doit être assoupli dans certaines situations, principalement lors de délits d'initiés. Mais là encore, l'intérêt social est défini comme, à la fois, l'intérêt de la société à réaliser un profit et celui des actionnaires à bénéficier des gains qui en découlent (§ 2.01 Principles of Corporate Governance). Dans le même sens, le *Corporate Director's Guidebook* (2001), p. 1581-1582, précise explicitement que le devoir de fidélité est dû à la société comme entité. Voir HENN/ALEXANDER (1983), § 235, pour un aperçu des jurisprudences étatiques.

⁵⁰⁶ TRIGO TRINDADE (1999), p. 390 ; Böckli (1996), no 1667 ; TERCIER (1996), p. 47. Selon BÖCKLI (1996), nos 1633-1640 un contrat de mandat d'un actionnaire majoritaire (au sein d'un groupe de sociétés ou en dehors d'un groupe de sociétés) est admissible. Cependant, l'administrateur ne peut pas s'engager à suivre des instructions concrètes.

⁵⁰⁷ WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 12 ; DE CAPITANI (1994), p. 348 ; arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1982, X c. *J. Berberat et Henauer SA*, SJ 1982 221, consid. 3a, p. 225 ; arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1987, *M. c. F. et M. S.*, ATF 113 II 52, JT 1988 I 26, consid. 3a, p. 57. Comp. l'arrêt du Tribunal fédéral du 3 juillet 2000, *G. Schwendler SA en faillite c. Kaufmann & Co*, ATF 126 III 361, JT 2001 I 131, qui considère qu'un contrat conclu dans l'intérêt de l'actionnaire unique est valable quand bien même il a été conclu par ce dernier.

⁵⁰⁸ TRIGO TRINDADE (1999), p. 390 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 30, no 17 ; TERCIER (1996), p. 47. Voir cependant en matière pénale, l'arrêt du Tribunal fédéral du 17 octobre 1983, *M. c. B.*,

Cette proposition doit toutefois être relativisée. Abstraction faite de la distorsion induite par la responsabilité limitée, l'intérêt social est en général corrélé avec celui des actionnaires pris dans leur dimension d'investisseurs financiers⁵⁰⁹. La valeur actuelle⁵¹⁰ de leurs actions correspond à la somme escomptée des dividendes futurs, des gains en capitaux et, plus théoriquement, d'un dividende de liquidation. L'intérêt des actionnaires à maximiser la valeur actuelle de leurs titres est donc aussi corrélé à celui de la société à maximiser la valeur actuelle de son patrimoine.

b) Divergences entre l'intérêt social et l'intérêt des actionnaires

Dans deux cas, l'intérêt des actionnaires se distingue de celui de la société : premièrement, un actionnaire peut exercer ses droits dans le but de s'octroyer des *avantages privés* (qui ne sont pas partagés avec les autres). Par exemple, l'actionnaire entrepreneur retire des avantages privés par la rémunération qu'il perçoit pour gérer les affaires sociales⁵¹¹. Une société détentrice du contrôle peut en faire de même : elle peut s'assurer l'accès à des produits nécessaires à sa propre activité. Elle peut profiter de la trésorerie de la société contrôlée pour se financer à des conditions avantageuses, autant d'intérêts particuliers d'actionnaires qui s'opposent à l'intérêt social⁵¹².

Deuxièmement, l'intérêt des actionnaires diverge aussi de celui de la société lors de leur « sortie » : ils veulent obtenir le meilleur prix pour leurs actions, alors que la société persiste à maximiser la valeur actuelle de ses retours (*returns*) futurs. Cette divergence revêt une importance certaine lors des fusions et acquisitions, qui conduisent souvent à la sortie d'un actionnaire⁵¹³.

Firma EBO S.à r.l. und Staatsanwaltschaft des Kantons Zürich, ATF 108 IV 112, JT 1984 IV 77, consid. 2a, p. 78, qui a retenu qu'un gérant d'une filiale pouvait commettre un acte de gestion déloyale (art. 159 CP), c'est-à-dire une violation qualifiée de l'obligation de fidélité du droit civil, à l'encontre de la société mère. Il est vrai que les statuts de la société fille prévoyaient expressément que celle-ci agissait dans l'intérêt de la mère.

⁵⁰⁹ RUEDIN (1999), no 586. Voir FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 30, no 17.

⁵¹⁰ Nous entendons par valeur actuelle, la somme des flux futurs ramenés à une valeur actualisée. COBBAUT (1997), p. 35 ; BREALY/MYERS (1996), p. 58.

⁵¹¹ RUEDIN (1999), no 585 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 3, no 38.

⁵¹² En principe, ils s'y opposent. WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 12 ; DE CAPITANI (1994), p. 348 ; arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1987, *M. c. F. et M. S.*, ATF 113 II 52, JT 1988 I 26, consid. 3a, p. 57 ; arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1982, *X c. J. Berberat et Henauer SA*, SJ 1982 221, consid. 3a, p. 225. Comp. l'arrêt du Tribunal fédéral du 3 juillet 2000, *G. Schwendler SA en faillite c. Kaufmann & Co*, ATF 126 III 361, JT 2001 I 131, qui considère qu'un contrat conclu dans l'intérêt de l'actionnaire unique est valable, bien que ce dernier l'eût conclu en sa qualité d'organe. Il est néanmoins possible que cet intérêt particulier rejoigne l'intérêt de la société. Voir la notion d'intérêt de groupe proposé par PETER (1990a), p. 23 et 51, et développée dans PETER/BIRCHLER (1998), p. 117-119.

⁵¹³ Cette sortie peut être mise en œuvre par une aliénation de titres, par un *squeeze out* consécutif à une offre publique d'acquisition (Art. 33 LBVM) ou par une fusion sans continuité du sociétariat.

Dans ces deux cas, compte tenu de l'antagonisme entre les intérêts de la société et ceux des actionnaires, le conseil d'administration peut renoncer à protéger les seconds.

c) Application des principes protecteurs des actionnaires

Lors de la « sortie » d'un actionnaire, d'autres principes que le devoir de fidélité le protègent. Premièrement, le principe de la *schonende Rechtsausübung* (l'usage avec ménagement des droits) intervient en sa faveur⁵¹⁴ : le conseil d'administration ne saurait invoquer l'intérêt social pour justifier une opération préjudiciable aux actionnaires, si la transaction est réalisable sans leur porter atteinte⁵¹⁵. Lors d'augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, ce principe général est mis en œuvre par la règle « *nul ne doit être avantagé ou désavantagé de manière non fondée par la suppression du droit préférentiel de souscription.* »⁵¹⁶. Il s'applique en toute circonstance même lorsque la transaction implique une vente ou un échange d'actions.

Deuxièmement, le devoir d'égalité de traitement impose aux membres du conseil d'administration et aux autres personnes chargées de la gestion des affaires sociales de traiter de la même manière les actionnaires qui se trouvent dans la même situation⁵¹⁷. S'ils acceptent de procéder à des fusions et acquisitions, cessions de contrôle ou offres publique d'acquisition notamment, ils doivent respecter ce principe⁵¹⁸. Autrement dit, ils ne doivent pas agir dans l'intérêt des actionnaires⁵¹⁹, mais ils ne peuvent approuver une opération que si elle les traite sur un pied d'égalité⁵²⁰. Nous reviendrons ultérieurement plus en détail sur le fond du devoir d'égalité de traitement⁵²¹.

⁵¹⁴ Art. 706 al. 2 ch. 3 CO ; arrêt du Tribunal fédéral du 25 juin 1991, *Association Canes c. Nestlé S.A.*, ATF 117 II 290, consid. 4.e.cc, p. 302 ; arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision AG*, ATF 121 III 219, JT 1996 I 162, 1.d.bb, p. 172–173. Voir TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 401 ; KUNZ (2001), § 8, no 84 ; BÖCKLI (1996), no 1500b ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 39, nos 95 ss, en général, et, s'agissant de l'applicabilité au conseil d'administration de ce principe, § 30, no 20.

⁵¹⁵ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 66 et § 30, no 20.

⁵¹⁶ Art. 652b al. 2 CO.

⁵¹⁷ Art. 717 al. 2 CO.

⁵¹⁸ PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 174.

⁵¹⁹ DRUEY (1990), p. 165 ; PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 174.

⁵²⁰ STRAZZER (1993), p. 183 ; HIRSCH (1971), p. 191. Cependant, le conseil d'administration n'est pas mandaté afin de protéger l'égalité de traitement des actionnaires. Il ne doit garantir ce principe que s'il participe à la prise de contrôle soit à titre principal, offres publiques amicales, soit à titre accessoire, remise d'information lors d'une cession de bloc de contrôle. Voir PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 175.

⁵²¹ Voir *infra* p. 131 ss.

3. Devoir de fidélité à l'égard d'autres parties prenantes ?

De nombreux droits des sociétés, sans prévoir un véritable devoir de fidélité à l'égard d'autres parties prenantes, permettent au conseil d'administration de prendre en considération des intérêts étrangers à celui de la société, comme ceux des créanciers et des travailleurs⁵²². Ils postulent que l'intérêt social ne se limite pas à celui des actionnaires à s'enrichir, mais ils admettent cependant qu'il puisse participer indirectement à la satisfaction d'autres intérêts.

En revanche, aucun de ces droits n'oblige le conseil d'administration à suivre ces intérêts tiers⁵²³. Ils prévoient rarement un devoir de fidélité ou une véritable obligation de prendre en compte les intérêts susceptibles d'être mis en œuvre par voie judiciaire⁵²⁴. D'ailleurs, bien qu'il existe une volonté politique de prendre en compte ces intérêts, de nombreux Etats américains ont recouru à ces clauses non pas pour renforcer la protection des parties prenantes, mais plutôt pour désresponsabiliser le conseil d'administration face à ses actionnaires électeurs lors d'offres publiques d'acquisitions⁵²⁵.

⁵²² En droit anglais, voir le texte de la s. 309 du Companies Act 1985 qui prévoit expressément que les administrateurs doivent veiller aux intérêts de la société (et de la société seule) qui comprennent ceux de ses employés et de ses membres.

⁵²³ En droit allemand, la doctrine considère que le devoir du directoire de gérer la société sous sa propre responsabilité selon § 76(1) AktG oblige le conseil de surveillance à tenir compte de l'intérêt de l'entreprise et du bien être social en général. Voir SCHMIDT (2002), p. 805-806. Il en va de même en droit français où une vision « œcuménique » de l'intérêt social résulte de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris, du 22 mai 1965, FRUEHAUF-FRANCE, JCP 1965. 14274 bis, D. 1968, p. 47. Voir le « Rapport Viennot », p. 1 :

« L'intérêt social peut ainsi se définir comme l'intérêt supérieur de la personne morale elle-même, c'est-à-dire de l'entreprise comme un agent économique autonome, poursuivant ses fins propres, distinctes de celles de ses actionnaires, de ses salariés, de ses créanciers dont le fisc, de ses fournisseurs et de ses clients, mais qui correspondent à leur intérêt général commun qui est d'assurer la prospérité et la continuité de l'entreprise. »

BISSARA (1999), p. 5. Toutefois en comparant les éditions de COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY (1999), nos 431 ss et de COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY (2002), nos 431 ss, on constate une évolution certaine dans la doctrine française.

⁵²⁴ Voir DOOLEY (1995), p. 558 ss. A notre connaissance, il n'existe que deux exemples : les droits de l'Indiana et du Connecticut sont conçus pour permettre à des *stakeholders* de se plaindre en justice. Voir Conn. Gen. Stat. Ann. § 33.313(e) et Ind. Code Ann. § 23-1-35-1(f).

⁵²⁵ En droit américain, la situation est plus controversée. L'arrêt *Unocal* considère que « *the impact on "constituencies" other than shareholders (i.e. creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally)* » doit être pris en compte comme une menace justifiant des mesures de défense. *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946 p. 955 (Del. 1985). Cependant, la Cour suprême du Delaware a exclu que, lors d'une prise de contrôle hostile, en dehors d'une situation de difficultés financières, l'intérêt des créanciers puisse dicter un comportement contraire à celui des actionnaires. *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc*, 506 A.2d 173, p. 182 (Del. 1986). Les Principles of Corporate Governance expriment par contre une position quelque peu nuancée : en général, ils considèrent que l'intérêt social consiste à exploiter l'entreprise sociale pour le profit de la société et les gains des actionnaires (§ 2.01(a) Principles of Corporate Governance), mais ils réservent le cas des offres publiques d'acquisitions lors desquels, ils permettent la prise en compte d'autres intérêts (§ 6.02(b) Principles of Corporate Governance). Selon

Le droit suisse est resté dans une large mesure insensible à cette évolution. Il contient, certes, quelques dispositions permettant aux sociétés d'encourager la participation des travailleurs au capital de la société ou de constituer des réserves dans un but de prévoyance⁵²⁶. Cependant, le code des obligations n'oblige pas le conseil d'administration à protéger les intérêts des parties prenantes, employés ou créanciers. Ces derniers sont protégés par d'autres sources du droit, par des règles spécifiques, comme celles sur la protection du capital ou la liquidation⁵²⁷.

Bien que la loi sur la fusion poursuive un but de protection des créanciers et des travailleurs, elle n'affecte pas cette conclusion, car des règles spéciales⁵²⁸, indépendantes de l'intérêt social, veillent à la cause de ces parties prenantes.

La jurisprudence n'est guère plus concluante. L'arrêt *Kammgarnspinnerei Interlaken* préconise de prendre en compte des intérêts tiers, mais il s'inscrit dans les circonstances très particulières d'une société surendettée, incapable de réaliser son but social⁵²⁹. La même conclusion s'impose à la lecture de l'arrêt *Togal* relatif à la dissolution pour justes motifs⁵³⁰. En synthèse, les membres du conseil d'administration ne sont pas tenus de gérer la société dans l'intérêt des créanciers ou des travailleurs⁵³¹.

4. Pouvoir d'appréciation dans la détermination de l'intérêt social

Même circonscrit, l'intérêt social demeure une notion indéterminée. En réalité, ce caractère découle de sa nature même : comme la bonne foi ou l'intérêt de l'enfant, il ne peut être délimité qu'à la lumière des circonstances d'espèce. Cette flexibilité lui permet de faire face aux aléas de la vie des affaires et d'évoluer au fil des années⁵³².

DOOLEY (1995), p. 558 ss, plus de 20 Etats, dont le Connecticut, la Floride, la Géorgie, l'Illinois, l'Indiana, le Massachusetts, le New Jersey, New York et l'Ohio, auraient prévu des clauses de cette nature.

Sur le principe, le COMMITTEE ON CORPORATE LAWS (1990), *passim* et plus particulièrement p. 2260–2261, l'instance de l'American Bar Association, responsable de la rédaction du MBCA, a estimé que ces clauses étaient contraires au système du droit des corporations et ne se justifiaient pas.

⁵²⁶ Voir l'art. 669 al. 3 CO et l'art. 674 al. 2 ch. 2 CO.

⁵²⁷ TRIGO TRINDADE (1999), p. 390 ; TERCIER (1996), p. 46 ss ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 26. Voir s'agissant des travailleurs, VON DER CRONE (2000b), p. 240 ; STRAZZER (1993), p. 54 ; WAITER (1990), no 168–170 ; BERSET (1988), p. 24, qui considère néanmoins que les grandes sociétés ont également un devoir moral de veiller aux places de travail ; BINDER (1987), p. 60.

⁵²⁸ Art. 25–28 Lfus en matière de fusions, art. 45–50 Lfus en matière de scissions, art. 68 Lfus en matière de transformations et art. 75–78 Lfus en matière de transferts de patrimoine.

⁵²⁹ Arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373.

⁵³⁰ Arrêt du Tribunal fédéral du 22 mai 1979, *Togal c. Schmidt*, ATF 105 II 114, JT 1980 I 86, consid. 7c, p. 95.

⁵³¹ TERCIER (1996), p. 48 ss.

⁵³² En droit français, BERTEL (1996), 627 ; COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY (2002), no 431.

Contrairement aux notions précitées, l'intérêt social n'est pas mis en œuvre par le juge ou par des autorités publiques, mais par les organes sociaux, l'assemblée générale ou le conseil d'administration. Le juge intervient seulement en cas d'abus potentiels, lorsqu'il existe des indices que les membres du conseil d'administration n'ont pas agi de bonne foi ou se sont laissé influencer par des tiers⁵³³. L'intérêt social constitue une ligne directrice concrétisée par chaque organe, qui peut, dans son domaine de compétence⁵³⁴, procéder à des jugements d'opportunité, tant qu'il reste dans les limites du raisonnable⁵³⁵.

Ce pouvoir d'appréciation restreint la portée du devoir de fidélité dans sa composante positive. Il se justifie néanmoins pour deux raisons : premièrement, d'un point de vue institutionnel, dans un système juridique fondé sur l'autonomie de la volonté⁵³⁶, la censure du juge ne doit intervenir que si des normes protectrices des intérêts de tiers sont violées ou si la majorité maltraite les dissidents. La volonté des actionnaires, en tant que membres de l'organe suprême, détermine celle de la société⁵³⁷. Cette légitimité s'étend aussi au conseil d'administration, élu par l'assemblée générale, et aux personnes qu'il a nommées.

Deuxièmement, d'un point de vue fonctionnel, les membres du conseil d'administration et les dirigeants, en général, sont sélectionnés en raison de leurs compétences et qualifications professionnelles. En charge de la gestion, ils disposent d'informations spécifiques à l'entreprise. Ils sont donc les personnes les mieux à même de déterminer si un acte contribue à l'intérêt social⁵³⁸.

Le juge, au contraire, ne dispose ni des qualifications professionnelles ni des connaissances spécifiques. Il ne doit donc pas substituer son jugement à celui des organes de gestion, mais se contenter de vérifier la bonne foi du conseil d'administration et l'absence d'influence de tiers⁵³⁹. Ce pouvoir d'appréciation dans la déter-

⁵³³ Dans l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1981, X. c. J. Berberat et Henauer SA, SJ 1982 221, consid. 3a, p. 225, et l'arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1987, M c. F. et M. S., ATF 113 II 52, consid. 3a, p. 57, JT 1987 I 26 qui ont considéré que : « [les] personnes chargées de la gestion conservent néanmoins un large pouvoir d'appréciation dans l'examen de l'opportunité d'une affaire ou de sa conformité au but statutaire de la société. »

⁵³⁴ TRIGO TRINDADE (1996), p. 23 ; LAMBERT (1992), p. 219–220 ; RUEDIN (1990), p. 199 ; BINDER (1987), p. 74.

⁵³⁵ TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 400.

⁵³⁶ LAMBERT (1992), p. 179–180 ; WATTER (1990), nos 736–737, considère que la majorité des actionnaires peut déterminer la volonté collective. BÄR (1959), p. 380 : « Eine privatrechtliche Unterscheidung muss von der Privatautonomie ausgehen. » ; RUEDIN (1990), p. 198 : « la concrétisation de l'intérêt social se fait en fonction des statuts, règlements et des décisions sociales. »

⁵³⁷ VON DER CRONE (1997a), p. 104. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 18 février 1969, Société coopérative pour la protection des actionnaires privés du BLS c. Société du chemin de fer des Alpes bernoises Berne-Loetschberg-Simplon, ATF 95 II 157, JT 1970 I 344, p. 348 ainsi que l'arrêt du Tribunal fédéral du 22 septembre 1976, Ringier & Co. S. A. c. Jean Frey S. A. et Offset & Buchdruck S.A., ATF 102 II 265, JT 1977 I 102, p. 106.

⁵³⁸ GLANZMANN (2000), p. 166 ; VON DER CRONE (2000b), p. 250 ; GRASS (2000), *passim* ; VON DER CRONE (1997a), p. 105 ; LAMBERT (1992), p. 183–192. Voir aussi KRNETA (2001), nos 1819–1821.

⁵³⁹ GRASS (2000), p. 175 ; LAMBERT (1992), p. 226–228, VISCHER/RAPP (1967), p. 148.

mination de l'intérêt social recoupe la notion de *business judgment rule* développée par la jurisprudence américaine⁵⁴⁰.

B. Recherche de l'intérêt social lors des fusions et acquisitions

1. *L'intérêt social lors des fusions et acquisitions*

Avant de concrétiser le devoir de fidélité lors des fusions et acquisitions, il convient de resituer ces opérations qui conjuguent deux dimensions s'opposant : celle du regroupement d'entreprises et celle du cession de contrôle. Dans la première, elles modifient la composition du patrimoine des sociétés concernées, intégrant tout ou partie du patrimoine de la société transférante à celui de l'acquéreur, tandis que, dans la seconde, elles n'affectent pas directement l'entreprise.

Ces deux types d'opérations ont des liens différents avec l'intérêt social. Notre examen doit donc distinguer ces deux activités, afin de comprendre les motivations sous-jacentes à ces opérations et leurs liens avec le devoir de fidélité. Notre analyse s'inspire de la recherche en théorie financière sans pour autant prétendre couvrir toutes les théories existantes.

a) *Intérêt social lors de regroupements d'entreprises*

Diverses théories économiques expliquent les regroupements d'entreprises : une première se fonde sur des synergies⁵⁴¹, exploitant la complémentarité des entreprises réunies. Elles peuvent résulter, par exemple, d'économies d'échelle⁵⁴² ou de complémentarité des coûts de production⁵⁴³. Si elles sont avérées, ces opérations sont dans l'intérêt social.

⁵⁴⁰ TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 400 ; GLANZMANN (2000), p. 166 ; VON DER CRONE (2000b), p. 250 ; GRASS (2000), *passim* ; WIDMER/BANZ (2002), ad art. 754 CO, no 31 ; VON DER CRONE (1997a), p. 105 ; LAMBERT (1992), p. 183–192. Pour les décisions de l'assemblée générale, voir BINDER (1987), p. 76–77. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1982, X c. *J. Berberat et Henauer SA*, SJ 1982 221, consid. 3a, p. 225 et l'arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1987, M. c. F. et M. S., ATF 113 II 52, JT 1988 I 26, consid. 3a, p. 57.

⁵⁴¹ Voir WESTON/SIU/JOHNSON (2001), p. 141.

⁵⁴² Une économie d'échelle se produit lorsque le coût marginal de production d'un bien ou service diminue lorsque la production s'accroît. BORNER (1998), p. 266. En d'autres termes, produire plus coûte relativement moins cher.

La relation entre le volume et la surface donne un exemple évident d'économie d'échelle possible dans les industries utilisant des récipients sphériques : le volume d'une sphère exprimée en fonction de son rayon r est égal à $4\pi r^3/3$ alors que sa surface est égale $4\pi r^2$. En doublant le rayon, le volume est multiplié par 8, alors que la surface du récipient n'est multipliée que par 4. Une entreprise peut donc quadrupler sa production, en ne faisant que doubler la surface du récipient utilisé pour le produit. Son chiffre d'affaires croissant marginalement plus que ses coûts, elle peut produire plus moins cher. De façon caricaturale, cette règle de géométrie explique certaines concentrations d'entreprises qui visent à permettre une production à plus grande échelle. Voir WESTON/SIU/JOHNSON (2001), p. 133.

⁵⁴³ Une complémentarité de coûts résulte de la possibilité de répartir les coûts fixes entre une gamme plus large de produits. BORNER (1998), p. 266. Par exemple, une société peut utiliser les mêmes canaux de distribution pour tous ses produits.

A l'autre extrême, les économistes se sont aperçu que de nombreuses fusions conduisent à une perte de valeur au niveau de la société acquérante. Le risque propre à toute décision commerciale n'explique qu'en partie ce phénomène, dont l'ampleur suppose d'autres causes. Par exemple, selon la théorie des enchères, le gagnant est celui qui attribue au bien vendu la valeur la plus élevée. Or, cette évaluation procède souvent d'une surévaluation. Il en va de même lors de l'acquisition d'une société dans un contexte concurrentiel. Il existe donc une tendance systémique que l'acquéreur accepte un prix trop élevé, un phénomène surnommé, en anglais, *winner's curse*, littéralement la malédiction du gagnant⁵⁴⁴. Cette première théorie ne permet pas de juger la conformité à l'intérêt social de fusions et acquisitions. Elle souligne toutefois l'importance de la diligence dans ce contexte afin d'éviter cette malédiction.

Une autre interprétation de cette perte de valeur se fonde sur le conflit d'agence : dans la perspective du dirigeant d'une société publique, les fusions et acquisitions offrent une possibilité d'accroître sa visibilité et son pouvoir. Les administrateurs sont donc tentés de procéder à ces opérations dans ce but égoïste et non afin de maximiser la valeur de la société.

ROLL⁵⁴⁵ explique ce phénomène par l'orgueil déplacé (*hubris*) des dirigeants sociaux qui, de par leur position au sommet de la hiérarchie de leur société, sont amenés à se surévaluer et à adopter un comportement présomptueux. Sans vouloir s'octroyer des avantages, lorsque les dirigeants identifient une acquisition potentielle, ils font preuve d'un optimisme exagéré. Ils négligent les signes négatifs et conduisent la société à surenchérir. Dans ces cas de figure, l'opération est contraire à l'intérêt social. Au mieux, elle relève de la négligence et, au pire, elle viole l'obligation de fidélité.

Entre ces extrêmes, certains économistes appréhendent les fusions et acquisitions comme des possibilités de transférer les richesses d'un groupe de parties prenantes vers les actionnaires ou les sociétés qui procèdent au regroupement. Par exemple, l'opération peut chercher à diminuer la masse salariale ou à renégocier les conditions de travail. Dans ce cas, avant de porter un jugement sur l'opération, il s'agit de déterminer si le transfert de richesses se justifie au regard de l'intérêt social : si la diminution de la masse salariale n'affecte pas la qualité des ressources humaines (ce qui implique que la rémunération des travailleurs était excessive), l'intérêt social invite à procéder au regroupement d'entreprises⁵⁴⁶.

En revanche, si cette diminution exproprie les travailleurs de leurs attentes et les démotive, l'opération aura à terme des répercussions négatives sur les résultats de la société. Cette perte future est prise en compte immédiatement dans la va-

⁵⁴⁴ BORNER (1998), 267 ; GILSON/BLACK (1995), p. 635 ; BLACK (1989), p. 625.

⁵⁴⁵ ROLL (1986), *passim*. Voir BLACK (1989), p. 624-625.

⁵⁴⁶ SHLEIFER/SUMMERS (1988), *passim*.

leur des titres de la société, s'ils sont correctement évalués. La transaction est donc contraire à l'intérêt social⁵⁴⁷. Le même raisonnement vaut *mutatis mutandis* pour les créanciers⁵⁴⁸ et l'augmentation de l'effet de levier pouvant se faire à leur détriment⁵⁴⁹.

b) *Intérêt social lors de cession de contrôle*

Les cessions de contrôle sont plus difficiles à appréhender. Une société est une personne morale fondée pour enrichir ses membres. Elle est donc indifférente à l'identité de ces derniers et, dès lors, elle devrait l'être aussi à l'égard des transferts de contrôle.

Toutefois, ce type d'opérations se limite rarement à transférer les droits et expectatives financiers des actionnaires. Il permet de modifier la gestion de la société ou la composition de l'entreprise sociale. Ces changements affectent la rentabilité ou, du moins, elles modifient le partage des retours (*returns*) entre les actionnaires. L'acquisition du contrôle permet de remplacer l'équipe dirigeante par des personnes plus compétentes et/ou de diminuer les coûts d'agence⁵⁵⁰. Elle offre aussi à l'acquéreur la possibilité de s'approprier des ressources sociales à bon compte et de réaliser des bénéfices privés⁵⁵¹.

⁵⁴⁷ Voir SHLEIFER/SUMMERS (1988), *passim*. Voir les critiques GILSON/BLACK (1995), p. 620–634 ; EASTERBROOK/FISCHEL (1990), p. 181–182, 201.

⁵⁴⁸ GILSON/BLACK (1995), p. 626. Les créanciers peuvent bien entendu se protéger contre ces éventualités par des clauses de remboursement anticipé ou d'autres moyens analogues. GILSON/BLACK (1995), p. 632–634 ; ROMANO (1993), p. 262. Ainsi, des recherches empiriques menées sur des obligations de sociétés américaines faisant l'objet d'un négoce important n'ont pas décelé une influence défavorable causée par des offres publiques d'acquisition, lorsque les obligations étaient dotées de clauses de cette nature. BORNER (1998), p. 270 ; ASQUITH/WITZMAN (1990), *passim*.

⁵⁴⁹ En augmentant l'effet de levier, l'acquéreur retire des retours sur investissement supérieurs, car il perçoit les mêmes retours (*return*) en utilisant moins de fonds propres. En revanche, il rend son investissement et également ceux des créanciers plus risqués. En effet, plus les charges financières sont importantes, plus l'acquéreur s'expose au risque qu'elles absorbent tous les fonds propres librement disponibles, les *free cash-flows* empêchant en droit ou en fait les distributions de bénéfices à l'acquéreur. Plus encore, comme les charges financières induites par l'acquisition peuvent être d'un rang identique aux autres créances, elles peuvent leur porter préjudice en les exposant à un risque accru d'insolvabilité ou de surendettement de la société, ce qui diminue leur valeur. GILSON/BLACK (1995), p. 626.

En termes plus simples, en augmentant l'effet de levier, les actionnaires profitent de la rentabilité démultipliée, tout en évitant le risque de pertes qui est reportée sur les anciens créanciers par l'intermédiaire de la responsabilité limitée.

⁵⁵⁰ WESTON/SIU/JOHNSON (2001), p. 146 ; EASTERBROOK/FISCHEL (1991), p. 173 ; GILSON (1981), p. 841–842 ; MANNE (1965), p. 113.

⁵⁵¹ GILSON/BLACK (1995), p. 254 ; BOHRER (1998), § 4, no 22, dont les exemples nous semblent discutables. Selon lui, le marché sous-évaluerait les actions de sociétés immobilières ou les actions nominatives liées. Or, la décote est liée à la structure de ces entités. L'actionnaire d'une société immobilière doit payer les coûts d'administration de la société qui viennent diminuer la valeur de l'immeuble. De même, le titulaire d'une action nominative liée souffre du fait que son action n'est pas transmissible sans condition, cette perte de transmissibilité pèse sur le cours. L'offre n'est ainsi pas tant liée à une sous-évaluation de l'action qu'à la possibilité d'éviter ces coûts.

Le conseil d'administration doit encourager les transferts de contrôle rentables pour la société et ses actionnaires. Il est donc tenu de favoriser les cessions de contrôle destinées à améliorer la gestion⁵⁵² ou diminuer les coûts d'organisation. Au contraire, il doit s'opposer à celles qui s'avèrent préjudiciables à l'intérêt de la société.

La même grille s'applique lorsque l'acquisition cherche à liquider la société ou à restreindre son cercle d'activités. L'intérêt social ne requiert pas de préserver l'indépendance ou même l'existence de la société⁵⁵³ et ne permet pas au conseil d'administration de s'opposer à un transfert de contrôle pour maintenir sa politique de gestion sans examiner si ce transfert serait plus rentable pour la société⁵⁵⁴. Néanmoins, un *asset stripping*, c'est-à-dire une acquisition suivie d'une liquidation totale ou partielle, est contraire à l'intérêt social, lorsque l'entreprise vaut plus que ses composantes. Dans ce cas, le conseil d'administration doit s'opposer à cette cession de contrôle, car elle conduit à une réorganisation moins efficace.

A priori, l'intérêt social ne prescrit pas d'obligations, lorsqu'une acquisition du contrôle modifie le partage des retours entre les actionnaires. Cette conclusion est trop hâtive. La société poursuit un but lucratif ; elle cherche à enrichir tous ses membres. Par conséquent, une acquisition qui contribue à violer les règles de partage des bénéfices, notamment par l'octroi d'avantages privés à l'acquéreur n'est pas compatible avec l'intérêt social ni, d'ailleurs, avec le devoir d'égalité de traitement⁵⁵⁵.

Lorsque l'acquéreur agit ainsi sans augmenter d'au moins autant les bénéfices partagés entre tous les actionnaires, la prise de contrôle n'est pas conforme à l'intérêt social. Le but lucratif de la société ne consiste pas à accroître les bénéfices privés. Il impose donc au conseil d'administration l'obligation de refuser et de s'opposer à toute acquisition mue par une volonté de l'acquéreur de s'approprier les ressources sociales au détriment des anciens actionnaires devenus minoritaires. Comme ces acquisitions diminuent le montant des bénéfices actuels et futurs à partager sous forme de dividendes, de gains en capital ou de dividendes de liquidation, elles sont contre l'intérêt social.

⁵⁵² En pratique, on imagine difficilement un conseil d'administration « plaider coupable » et encourager une offre qui vise à changer sa stratégie et à remplacer les personnes qu'il a choisies.

⁵⁵³ WATTER (1990), no 744 ; KUY (1989), p. 36–38.

⁵⁵⁴ KUY (1989), p. 51. En droit américain, la jurisprudence *Unocal, Inc v. Mesa Petroleum Co et al.*, 496 A.2d 946 (Del. 1985), confirmée par l'arrêt *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995), permet au conseil de lutter contre une offre publique d'acquisition pour maintenir sa politique de gestion tant qu'il n'est pas certain qu'une cession de contrôle n'est pas inéluctable. Dès ce moment, la jurisprudence *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), a confié au conseil d'administration le mandat de vendre la société au plus offrant.

⁵⁵⁵ WATTER (1990), no 741.

c) *Pouvoir d'appréciation*

Ces exemples mettent en évidence un problème supplémentaire : l'évaluation d'une acquisition est un processus subjectif. Même si l'intérêt social était clairement défini, le jugement quant à la conformité d'une opération à ce principe resterait sujet à controverse. C'est pourquoi le conseil d'administration peut choisir la voie à suivre, ou, du moins, la suggérer aux actionnaires. Il bénéficie d'un pouvoir d'appréciation pour déterminer l'intérêt social. La censure du juge n'intervient qu'en présence d'indices signalant un conflit d'intérêts.

Si ce cas de figure est rare lors de transactions entre deux sociétés indépendantes, il est plus fréquent en présence de groupes de société comme lors d'offres publiques obligatoires d'un actionnaire majoritaire ou de fusions entre une mère et sa fille ainsi qu'à l'occasion d'un *management buy-out*, c'est-à-dire d'une acquisition d'une société par ses dirigeants. Dans ces situations, le juge ne doit plus respecter le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration à moins que ce dernier se soit doté de moyens d'éviter toute influence néfaste provoquée par les conflits d'intérêts.

Les offres publiques d'acquisition hostiles et les mesures de défense compliquent encore le problème. Dans ce contexte, les membres du conseil d'administration ne sont pas en proie à un conflit d'intérêts direct : leur intérêt personnel ne s'oppose pas à celui de la société ou de ses actionnaires. Néanmoins, sans égard à sa compatibilité avec l'intérêt social, une offre publique d'acquisition hostile peut les menacer, car elle remet en question leur mandat. Par conséquent, un doute plane lors de ces opérations : il est impossible de déterminer si le conseil d'administration a pris des mesures dans l'intérêt de la société ou seulement dans le noir dessein de veiller au sien. Nous reviendrons ultérieurement sur cette problématique⁵⁵⁶.

2. *Devoir de protection des actionnaires lors des fusions et acquisitions*

a) *Application des règles générales*

Comme nous l'avons vu précédemment, les fusions et acquisitions ne sont pas réglées de façon systématique et cohérente⁵⁵⁷. Certaines opérations, comme les offres publiques d'acquisition, les fusions et les scissions, imposent au conseil d'administration un devoir de protéger les actionnaires, tandis que d'autres reposent sur les règles générales décrites ci-dessus.

Le devoir de fidélité et l'égalité de traitement protègent indirectement les actionnaires. Cet effet se produit lors de transferts de patrimoine. L'intérêt social requiert que l'opération contribue à accroître la valeur actuelle de la société et des actions. Tant le principe de l'investissement, respectivement du désinvestissement,

⁵⁵⁶ Voir *infra* chapitre 5.

⁵⁵⁷ Voir notamment *supra* p. 34 ss.

que le prix payé, respectivement reçu, par la société doivent contribuer à atteindre ce but. Si les membres du conseil d'administration agissent dans l'intérêt social, ils le font aussi dans celui des actionnaires : la valeur de la société et, donc, la valeur des actions s'accroissent.

L'égalité de traitement interdit de privilégier, sans motif valable, un ou plusieurs actionnaires au détriment des autres. Par exemple, le conseil d'administration ne peut pas donner à certains l'opportunité d'acheter le patrimoine aliéné à un prix avantageux. De même, il ne peut pas diluer les actionnaires existants en acquérant un patrimoine contre des actions émises à des conditions favorables au vendeur.

En revanche, ces devoirs généraux sont moins efficaces lors de transferts de contrôle, en particulier lors d'acquisitions d'actions. Le conseil d'administration ne doit veiller à l'intérêt social et indirectement à l'intérêt des actionnaires que lorsqu'il gère les affaires sociales⁵⁵⁸. Or, une acquisition du contrôle par le biais d'actions peut être considérée comme sans effet pour la société. C'est pourquoi, avant l'entrée en vigueur de la loi sur les bourses, une partie de la doctrine préconisait la plus stricte neutralité du conseil d'administration lors d'offres publiques d'acquisition⁵⁵⁹ ou, du moins, refusait toute obligation d'agir ou d'informer dans ces circonstances⁵⁶⁰.

Cette analyse formaliste est trop réductrice. La prise de contrôle par le biais d'actions n'est pas une simple acquisition de titres. Elle transfère le contrôle et affecte la société elle-même⁵⁶¹. Fort de cette constatation, HIRSCH, en 1971 déjà, déduisait de l'intérêt social un devoir d'informer les actionnaires et un devoir de veiller à ce que leurs intérêts légitimes, comme le droit à l'égalité de traitement et le droit à une information suffisante, ne soient pas lésés dans ces circonstances⁵⁶².

Dans la même lignée, PETITPIERRE-SAUVAIN qualifie la cession de contrôle comme une partie intégrante de la gestion des affaires sociales, mais concentre son analyse sur l'égalité de traitement des actionnaires, sans reconnaître une obligation « active » de chercher leur intérêt⁵⁶³. En synthèse, la cession de contrôle relève des affaires de la société, puisqu'elle vise à modifier sa politique de gestion⁵⁶⁴.

⁵⁵⁸ SCHLUEP (1990), p. 213.

⁵⁵⁹ RUEDIN (1990), p. 204–205.

⁵⁶⁰ STRAZZER (1993), p. 182 ; TSCHÄNI (1991), § 4, no 23 ; DRUEY (1990), p. 160 et 165 ; SCHLUEP (1990), p. 213. Tous reconnaissent cependant la possibilité pour le conseil d'administration d'intervenir. Toutefois, s'il utilise cette faculté, il doit rechercher l'intérêt social et respecter l'égalité de traitement. Même après l'entrée en vigueur de la loi sur les bourses, BOHRER estime que le conseil d'administration ne doit pas se soucier de l'intérêt des actionnaires lors d'une offre publique d'acquisition. BOHRER (1997), § 12, nos 3–16. *Contra* INDERBITZIN (1995), p. 258 ; BACHMANN (1992), p. 140.

⁵⁶¹ PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 172 ; HIRSCH (1971), p. 189.

⁵⁶² HIRSCH (1971), p. 191. Voir plus nuancé sur la position de HIRSCH, STEHLI (1975), p. 132, considérant que l'on ne saurait, en droit positif, aller jusqu'à exiger du conseil d'administration une information suffisante pour que les actionnaires puissent décider en connaissance de cause.

⁵⁶³ PETITPIERRE-SAUVAIN (1995), p. 938 ; PETITPIERRE-SAUVAIN (1991), *passim*, notamment p. 646.

⁵⁶⁴ HUNERWADEL (1995), p. 109.

Lors de ces opérations aussi, le conseil d'administration doit poursuivre l'intérêt social. Son devoir de fidélité lui impose de vérifier si le transfert de contrôle accroît la valeur de la société et si cet accroissement est partagé entre les actionnaires. Par là, ce devoir protège indirectement leur intérêt commun à retirer les plus grands gains de leurs participations. Plus encore, il s'impose au conseil d'administration non seulement lorsque ce dernier prend la décision, mais aussi quand l'assemblée générale ou les actionnaires sont compétents. L'exécutif doit alors favoriser l'adoption d'une décision opportune pour la société, en remettant une information claire et complète.

b) Devoir de protection des actionnaires lors des fusions et scissions

Le droit des fusions n'oblige pas expressément le conseil d'administration à protéger les actionnaires. La doctrine déduit toutefois ce devoir de diverses sources. Selon STEHLI, lors de fusions, les obligations de diligence et fidélité se déploient aussi à l'égard des actionnaires. Les membres du conseil d'administration et les organes chargés de la gestion doivent donc stipuler les conditions de l'opération en veillant tant à l'intérêt de la société qu'à celui des actionnaires. Ils doivent veiller à l'adéquation du rapport d'échange⁵⁶⁵, à défaut, ils violent leurs devoirs à l'égard des actionnaires.

La loi sur la fusion a pour but exprès de protéger les actionnaires minoritaires⁵⁶⁶. En matière de fusions et de scissions, cet objectif se concrétise, d'un côté, par des droits d'information étendus⁵⁶⁷ et, d'un autre, par la garantie de la continuité du sociétariat⁵⁶⁸ qui comprend le droit à un rapport d'échange ou à un dédommagement adéquat⁵⁶⁹.

Ces deux principes se traduisent en autant de devoirs pour les membres du conseil d'administration. Ces derniers, pris collectivement en tant qu'organe compétent pour conclure le contrat de fusion, sont tenus de déterminer le rapport d'échange de sorte à maintenir des droits de sociétariat correspondant à leur état antérieur à l'opération, « *compte tenu du patrimoine des sociétés, de la répartition des droits de vote et de toutes les circonstances pertinentes* »⁵⁷⁰. En parallèle, ils doivent préparer un rapport contenant les informations légalement nécessaires afin de per-

⁵⁶⁵ BACHMANN (1992), p. 202 ; WATTER (1991), no 706 ; STEHLI (1975), p. 130-131 ; RECORON (1974), p. 289 et 292, sur l'existence d'une responsabilité des administrateurs.

⁵⁶⁶ Art. 1 al. 2 LFus.

⁵⁶⁷ Voir l'obligation pour le conseil d'administration d'établir un rapport de fusion (art. 14 LFus), puis de le faire vérifier et attester dans un rapport de révision (art. 15 LFus), ainsi que le droit de consultation des actionnaires. (art. 16 LFus).

⁵⁶⁸ Art. 7 al. 1 LFus.

⁵⁶⁹ Art. 7 al. 1 LFus et 14 al. 4 lit. b LFus.

⁵⁷⁰ Art. 7 al. 1 LFus.

mettre aux actionnaires de se déterminer en connaissance de cause⁵⁷¹. Ainsi, ces obligations leur imposent un devoir de protection, se décomposant en termes de diligence et de fidélité aux actionnaires.

c) Devoir de protection des actionnaires lors des offres publiques d'acquisition

En matière d'offres publiques d'acquisition, la loi sur les bourses complète le dispositif de protection des actionnaires fondé sur le code des obligations : d'une part, elle institue l'offre obligatoire afin de protéger à titre préventif les actionnaires minoritaires. D'autre part, elle impose des devoirs au conseil d'administration, notamment l'obligation de préparer un rapport⁵⁷², l'interdiction de certaines opérations⁵⁷³ et le principe de liberté de choix en cas d'offres concurrentes⁵⁷⁴. Elle contraint le conseil d'administration à protéger les investisseurs, en garantissant à ces derniers transparence et égalité de traitement.

Cependant, la portée des normes de droit boursier est controversée. Selon BÖCKLI, lorsque le conseil d'administration exécute ses devoirs découlant de la loi sur les bourses, il se contente de suivre des prescriptions de droit public. A ce titre, ces règles ne s'adresseraient pas au conseil d'administration en tant qu'organe social. C'est pourquoi cet auteur refuse d'appliquer dans ce cas la responsabilité des organes de gestion^{575/576}.

A notre avis, la loi sur les bourses complète et comble les lacunes du code des obligations, nonobstant son caractère de droit public : elle définit le comportement d'un administrateur diligent et loyal face à une offre publique d'acquisition. Une violation des obligations du droit boursier est aussi contraire aux devoirs légaux des organes de gestion⁵⁷⁷ et engage la responsabilité des membres du conseil d'administration⁵⁷⁸.

Autrement dit, en adoptant la loi sur les bourses, le législateur a tenu à préciser qu'il adhérerait à la théorie d'HIRSCH selon laquelle le conseil d'administration doit informer et protéger tous les actionnaires lors d'une prise de contrôle⁵⁷⁹. Un administrateur a donc, en vertu du droit boursier, une véritable obligation d'informer et de protéger les actionnaires lors d'offres publiques d'acquisition ainsi que le devoir de les traiter sur un pied d'égalité.

⁵⁷¹ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 3995, p. 4069.

⁵⁷² Art. 29 al. 1 LBVM.

⁵⁷³ Art. 29 al. 2 LBVM.

⁵⁷⁴ Art. 1 LBVM.

⁵⁷⁵ Art. 754 ss CO.

⁵⁷⁶ BÖCKLI (1996), no 16611.

⁵⁷⁷ Au sens de l'art. 754 al. 1 CO.

⁵⁷⁸ WATTER/DUBS (1998), p. 1310.

⁵⁷⁹ HIRSCH (1971), p. 191.

L'examen des normes applicables lors de fusions et scissions, d'un côté, et lors d'offres publiques d'acquisition, de l'autre, conduit à formuler par déduction une règle plus générale : lors des fusions et acquisitions, le conseil d'administration doit informer les actionnaires et les protéger contre des opérations préjudiciables. Ce devoir dépasse le cadre restreint du seul respect de l'égalité de traitement. Il renforce la protection indirecte des actionnaires par le devoir de diligence et de fidélité.

C. Synthèse et hiérarchisation des intérêts en présence⁵⁸⁰

1. *Corrélation entre l'intérêt de la société et celui des actionnaires*

En synthèse, les membres du conseil d'administration doivent rechercher l'intérêt social. Nous suggérons d'interpréter cette notion à la lumière du but lucratif de la société pour parvenir à la conclusion qu'elle comprend l'intérêt des actionnaires à s'enrichir par l'activité sociale.

La société doit utiliser ses ressources de sorte à maximiser sa valeur actuelle nette, ce qui profite aux actionnaires par un versement de dividendes ou par une appréciation de la valeur de leurs actions⁵⁸¹. Ces derniers sont donc indirectement protégés par le devoir de fidélité, lorsque l'opération porte sur le patrimoine de la société (par exemple lors d'une acquisition d'actifs ou d'actions ou encore lors d'une vente de tout ou partie du patrimoine).

En revanche, le droit positif suisse n'impose pas au conseil d'administration un devoir de prendre en compte les intérêts des autres parties prenantes, créanciers ou travailleurs. Toutefois, ceux-ci sont protégés indirectement : la solvabilité et la bonne marche des affaires sociales sauvegardent leurs créances et leurs places de travail. Ils sont aussi appuyés par d'autres voies telles que les règles spécifiques du droit des sociétés ou par d'autres sources comme le droit du travail ou des instruments contractuels.

Certes, l'intérêt de la société ne se confond pas avec celui des actionnaires. Premièrement, ces derniers peuvent avoir leurs propres intérêts particuliers, le cas échéant contraires à ceux de la société⁵⁸². Deuxièmement, dès que cette dernière encourt le risque de ne plus être capable de rembourser ses dettes, la responsabilité limitée des actionnaires crée une distorsion entre leurs intérêts respectifs. Dans la perspective des actionnaires, cette éventualité conduit à leur faire perdre, au maxi-

⁵⁸⁰ Le recours à une hiérarchisation des intérêts, par opposition à une pesée d'intérêts, a été proposé par PETER (2001).

⁵⁸¹ Voir la remarque de FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 30, no 17, observant que les dirigeants sociaux ne doivent pas fidélité aux actionnaires, mais que ceux-ci profitent de leur loyauté à la société en voyant le retour sur leur investissement dans la société et la valeur de leurs actions croître.

⁵⁸² PETER (2001), p. 91-92. Par exemple, un actionnaire peut être un travailleur, un fournisseur, un concurrent de la société, etc. Dans ces cas, son intérêt peut être distinct de celui de la société.

mum, la valeur de leur investissement initial, sans affecter le reste de leur patrimoine⁵⁸³, tandis qu'elle peut faire plonger la société dans des difficultés financières insurmontables. Or, cette conséquence est contraire à son intérêt. Toutefois, dans ces deux cas, l'intérêt distinct des actionnaires est illégitime et ne doit pas être protégé.

Plus fondamentalement, le lien de corrélation entre l'intérêt de la société et celui des actionnaires est rompu, lors de fusions ou d'opérations de cession de contrôle par l'acquisition d'actions. En effet, le rapport d'échange ou le prix perçu par les actionnaires lors de la vente de leurs actions n'est pas lié à l'effet de l'opération sur la gestion de la société. C'est pourquoi le droit des fusions prévoit un droit exprès au maintien du sociétariat qui requiert un rapport d'échange adéquat. Ce droit implique un devoir du conseil d'administration de protéger les actionnaires.

De même, en matière d'offres publiques d'acquisition, la loi sur les bourses permet aux actionnaires de décider librement et en connaissance de cause, s'ils entendent ou non céder leurs actions. Cette préoccupation se traduit chez les membres du conseil d'administration en un devoir de protéger les actionnaires investisseurs ou, du moins, de ne pas les léser. Plus généralement, lors des cessions de contrôle, bien que le droit des sociétés ne prévoit pas expressément un devoir comparable, celui-ci se déduit d'une approche systématique du droit des fusions et des offres publiques d'acquisition.

En définitive, les devoirs de fidélité et de protection des actionnaires ne sont pas contradictoires ; au contraire, ils sont même corrélés. Nonobstant l'avis de PETER⁵⁸⁴, il n'est donc pas nécessaire de hiérarchiser les intérêts des actionnaires et ceux de la société : la réalisation du but lucratif, c'est-à-dire l'enrichissement des actionnaires par des versements de dividendes ou des gains en capital, contribue à leur intérêt. Si la société n'est plus à même de réaliser ce but, elle a perdu sa raison d'être et se doit de leur restituer ses fonds propres.

Lorsque des actionnaires poursuivent un intérêt contraire à celui de la société, il n'est souvent pas légitime et ne doit pas être pris en compte. En particulier, comme on l'a déjà vu⁵⁸⁵, ils ne peuvent pas prétendre légitimement à maximiser la valeur de leurs actions par des investissements d'une valeur attendue négative. Il en va de même lorsqu'un actionnaire est aussi concurrent, créancier ou employé de la société. La cession de contrôle est donc, en définitive, le seul cas où leurs intérêts

⁵⁸³ Paradoxalement, la doctrine suisse ne s'intéresse pas à cette problématique liée à la structure du capital. Elle préfère se focaliser sur les questions, à notre avis sans pertinence, des différences entre le court terme et le long terme ou d'une préférence pour des dividendes par rapport à une capitalisation des bénéfices. Voir par exemple TERCIER (1996), p. 46. Tout au plus, la doctrine se contente d'exiger une adéquation entre les risques et les retours espérés pour la société. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 18 septembre 1973, *Stefan c. Artella S.A.*, ATF 99 II 176, JT 1974 I 71. BÖCKLI (1996), no 1623. Voir la discussion économique proposée par COOTER/FREEDMANN (1991), p. 1056 ss, qui préconisent une adéquation entre risques encourus et revenus espérés.

⁵⁸⁴ PETER (2001), p. 91-92.

⁵⁸⁵ Voir *supra* p. 101 ss.

respectifs peuvent entrer en conflit, ce qui justifie quelques développements supplémentaires.

2. *Divergence des intérêts lors de cession de contrôle*

L'intérêt des actionnaires se sépare de l'intérêt de la société, lorsqu'ils sont appelés à se départir de leurs actions à l'occasion d'une fusion ou d'une offre publique d'acquisition. Alors, contrairement à l'avis de PETER⁵⁸⁶, l'intérêt de la société prime⁵⁸⁷ : le conseil d'administration ne saurait accepter la transaction, lorsqu'elle aboutit à une perte de valeur pour la société, fût-elle avantageuse pour les actionnaires. A moins de violer son devoir de fidélité, il ne peut pas recommander une offre publique d'acquisition intéressante dans la perspective de ces derniers, mais préjudiciable à la société.

Toutefois, ce cas de figure est peu fréquent, parce qu'il suppose une erreur d'évaluation de l'acquéreur. Ce dernier, s'il entend réaliser un profit, ne devrait pas être disposé à offrir un prix ou un rapport d'échange supérieur à la valeur post-opération des actions. Or, si la transaction conduit à une perte pour la société, ses titres devraient aussi en pâtir. Par conséquent, si le prix ou le rapport d'échange est trop élevé, l'acquéreur s'est trompé. Dans ce cas, le conseil d'administration doit s'opposer à la prise de contrôle, mais, avant d'arriver à cette conclusion et de prendre cette décision, il doit faire preuve d'une prudence particulière, se renseigner attentivement et mûrement réfléchir.

La primauté de l'intérêt social est toutefois relative. Les actionnaires peuvent prendre toute autre décision sociale qui leur revient, y compris révoquer en tout temps le conseil d'administration, et ce dernier doit respecter un devoir de neutralité et ne saurait influencer la formation de la volonté des actionnaires⁵⁸⁸.

Dans le cas inverse, lorsque le prix offert ou le rapport d'échange est désavantageux pour les actionnaires, alors que la cession de contrôle ou le regroupement est dans l'intérêt de la société, le conseil d'administration ne peut pas se contenter d'accepter l'opération. Avant de faire passer l'intérêt social au premier plan, il doit faire son possible pour rééquilibrer les termes de la transaction. En définitive, sous réserve d'erreur d'appréciation, la primauté du devoir de fidélité sur le devoir de protection des actionnaires doit rarement être mise en œuvre, car ces deux intérêts sont réconciliables.

Enfin, cette controverse sur la définition de l'intérêt social a peu d'importance pratique. Le pouvoir d'appréciation conféré au conseil d'administration revient à

⁵⁸⁶ PETER (2001), p. 94 ss.

⁵⁸⁷ BÖCKLI (1996), no 1667 exprime l'idée de la sorte : le conseil d'administration est un organe directeur, et non un simple représentant des actionnaires. TERCIER (1996), p. 46. *Contra* PETER (2001), p. 95.

⁵⁸⁸ WATTER/RAMPINI (2001), p. 15 ; POLEDNA (2001), p. 929 ; BÖCKLI (1997), no 50.

rendre sans objet la définition positive du devoir de fidélité, en dehors des situations de conflits d'intérêts. En d'autres termes, le front réel se déplace vers la dimension « négative » du devoir de fidélité que nous allons désormais examiner.

III. Dimension « négative » du devoir de fidélité

Pris dans sa composante négative, le devoir de fidélité impose aux membres du conseil d'administration de ne pas agir dans un autre intérêt que celui de la société. Ils ne doivent pas se laisser influencer par leur propre intérêt ou par celui de tiers, par exemple un proche, un actionnaire majoritaire, un créancier ou fournisseur important avec qui ils ont des liens particuliers⁵⁸⁹. Comme l'exprime le Code suisse de bonne pratique, ils doivent éviter dans la mesure du possible de s'exposer à des conflits d'intérêts⁵⁹⁰. Si ces derniers sont inévitables, ils doivent prendre des mesures pour les gérer.

Après avoir brièvement défini les conflits d'intérêts et les risques qu'ils engendrent, nous examinerons les moyens préconisés par le droit des sociétés pour faire face aux problèmes propres à ces situations. Nous distinguerons, d'une part, les règles applicables aux conflits en matière de représentation de la société dans ses rapports externes et, d'autre part, celles qui régissent le processus de décision interne. Puis, nous nous tournerons vers le droit boursier, afin d'examiner les exigences supplémentaires imposées aux sociétés cotées et celles applicables lors d'offres publiques d'acquisition.

A. Définition et risques des conflits d'intérêts

1. Définition

Un conflit d'intérêts survient dès qu'un administrateur est touché personnellement par une affaire sociale. Il risque alors de favoriser son propre intérêt au détriment de celui de la société⁵⁹¹. Un conflit d'intérêts survient aussi lorsqu'un de ses proches est intéressé à l'affaire. Il n'implique pas forcément une violation du devoir de fidélité. Il se limite à imposer des règles de comportement particulières afin de garantir l'intégrité de l'administrateur⁵⁹².

Avec les limitations propres à toute classification, on peut distinguer trois types de transactions impliquant des conflits d'intérêts. La première catégorie comprend les opérations avec soi-même, au sens large. Dans ce cas, le dirigeant, ou un de ses

⁵⁸⁹ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 27.

⁵⁹⁰ Ch. 16 Code suisse de bonne pratique.

⁵⁹¹ TRIGO TRINDADE (1999), p. 392.

⁵⁹² *Ibid.*

proches, interagit pour son propre compte avec la société : il intervient de part et d'autre des négociations.

La deuxième catégorie concerne l'utilisation des ressources sociales à des fins personnelles. Dans ce cas, le dirigeant emploie pour son propre compte, par exemple, les actifs (fonds, etc.), les services des employés, les informations relevant de la sphère confidentielle, voire secrète de la société ou encore ses opportunités d'affaires.

La troisième catégorie comprend toutes les transactions personnelles des dirigeants qui concurrencent la société⁵⁹³.

Certaines affaires sont toutefois plus ambiguës. Il est alors impossible de déterminer si l'administrateur agit dans son propre intérêt ou dans celui de la société. Plus encore, le soupçon ne peut être levé autrement que par une abstention pure et simple du dirigeant.

Comme le souligne HIRSCH, lors d'offres publiques d'acquisition, les membres du conseil d'administration et les membres exécutifs, en particulier, sont inévitablement confrontés à des conflits d'intérêts. Si l'offre émane d'un actionnaire de contrôle, ils sont déjà acquis à sa cause, lorsqu'ils ne dépendent pas de lui. Si elle est amicale, ils l'ont déjà négociée et ont obtenu les garanties nécessaires quant à leur avenir dans la société. Finalement, si elle est hostile, ils peuvent être tentés de préserver leur mandat et leur place de travail en adoptant des mesures de défense⁵⁹⁴.

Dans tous ces cas, les membres du conseil d'administration peuvent être motivés tant par une volonté sincère de veiller à l'intérêt de la société que par un désir égoïste de protéger le leur, sans qu'il soit possible de distinguer ces deux cas de figures.

Tous les types de conflits d'intérêts sont susceptibles de se présenter lors des fusions et acquisitions. Cependant, les transactions avec soi-même ou avec des proches, d'une part, et celles utilisant des informations confidentielles de la société, c'est-à-dire les opérations d'initiés, d'autre part, sont les plus fréquentes. Les autres formes d'appropriations de ressources sociales et les cas de comportements concurrents relèvent plutôt de circonstances particulières.

La problématique du contrat avec soi-même est au centre des *management buy-outs*. Lors de ces transactions, les dirigeants en place acquièrent le contrôle de la société ou, du moins, d'une partie de celle-ci. C'est pourquoi nous concentrerons ici notre analyse sur cette problématique et réservons pour plus tard la question des opérations d'initiés⁵⁹⁵ ainsi que celle des mesures de défense⁵⁹⁶.

⁵⁹³ TRIGO TRINDADE (1999), p. 394.

⁵⁹⁴ HIRSCH (1995), p. 232 ; VON DER CRONE (1994a), p. 3.

⁵⁹⁵ Voir *infra* p. 286 ss.

⁵⁹⁶ Voir *infra* p. 187 ss.

2. Réglementations possibles

Un conflit d'intérêts implique un danger accru de violation du devoir de fidélité. Ce risque ne doit pas forcément se réaliser. D'ailleurs, cette configuration mène parfois à une issue favorable pour l'intérêt social. Par exemple, lors d'un *management buy-out*, la direction en place peut être le mieux à même de continuer l'exploitation d'un secteur d'activité qui n'est plus en synergie avec le reste des activités de la société. Elle est alors le meilleur acheteur possible. De plus, sa connaissance de l'entreprise lui permet de diminuer les coûts de transaction liés à l'opération. Elle peut se passer d'une *due diligence*⁵⁹⁷ sans devoir exiger des garanties explicites, par des assurances contractuelles, ou implicites, par un prix favorable l'assurant contre l'existence d'un défaut.

De même, les mesures de défense ne sont pas, par définition, contraires à l'intérêt de la société ni même à celui des actionnaires. Elles peuvent, par exemple, éviter une offre inopportune.

L'enjeu des conflits d'intérêts repose sur la bonne gestion de ces situations, afin d'éviter leurs conséquences néfastes, sans rendre compliquées à l'extrême les transactions désirables. Trois stratégies juridiques permettent de gérer les situations conflictuelles : d'abord, il est possible de condamner à l'abstention les personnes en proie aux conflits d'intérêts. A défaut, les actes conclus par ces personnes sont sanctionnés d'invalidité, sous réserve d'un consentement préalable ou d'une ratification⁵⁹⁸. D'ordinaire, cette stratégie impose seulement un retrait temporaire. Toutefois, dans les cas les plus graves, notamment lorsque le conflit est durable, elle requiert même la démission de la personne concernée⁵⁹⁹.

En termes d'efficacité, cette solution évite toute conséquence néfaste. En revanche, elle conduit à des pertes d'opportunité liées aux transactions efficaces que la société n'a pas pu entreprendre, voire au départ de personnes compétentes.

A l'autre extrême, il est possible de tolérer sans autre l'existence de conflits d'intérêts. L'organe dans une telle situation peut alors agir à sa guise⁶⁰⁰, seules les violations avérées du devoir de fidélité étant sanctionnées par des voies de droit comme l'action en responsabilité, l'action en restitution des profits illicites⁶⁰¹ ou les actions fondées sur la gestion d'affaires sans mandat⁶⁰².

⁵⁹⁷ Lors de négociation de fusions ou d'acquisitions, les sociétés concernées s'octroient le droit d'inspecter tout ou partie de leurs documents. Cette phase permet à l'acquéreur ou aux parties qui fusionnent de mieux évaluer l'entreprise qu'ils envisagent d'acquérir. Voir SCHENKER, (2001) ; VISCHER (2000), *passim*.

⁵⁹⁸ TRIGO TRINDADE (1999), p. 395.

⁵⁹⁹ Ch. 16(2) Code suisse de bonne pratique.

⁶⁰⁰ TRIGO TRINDADE (1999), p. 395.

⁶⁰¹ Art. 678 al. 2 CO.

⁶⁰² Art. 423 CO.

Cette stratégie est dénuée de tout effet préventif direct. Elle n'empêche pas la conclusion de la transaction. Elle se contente d'apprécier *ex post* son équité et sa conformité au devoir de fidélité. Indirectement, cependant, elle peut aligner l'intérêt de l'administrateur avec celui de la société : la sanction peut contrebalancer l'avantage indu et contraindre l'administrateur à internaliser les dommages causés à la société⁶⁰³. Toutefois, dans cette stratégie, un juge doit apprécier le caractère équitable de la transaction. Cette règle engendre donc une certaine insécurité et peut inciter des personnes peu enclines au risque de renoncer à des opérations, bien que ces dernières soient dans l'intérêt de la société.

La solution intermédiaire met les personnes en proie au conflit d'intérêts au bénéfice d'une présomption de respect du devoir de fidélité, moyennant leur adhésion à des prescriptions procédurales et/ou matérielles, par exemple l'approbation de leurs actes par un organe supérieur ou la conformité au prix du marché⁶⁰⁴. Elle permet la transaction et, simultanément, évite ou, du moins, réduit les incertitudes liées à un examen judiciaire *a posteriori*.

B. Gestion des conflits d'intérêts par le droit des sociétés

Contrairement à de nombreuses législations étrangères⁶⁰⁵, le code des obligations ne prévoit aucune disposition spéciale sur les conflits d'intérêts^{606/607}. Néanmoins,

⁶⁰³ COOTER/FREEDMAN (1991), *passim*.

⁶⁰⁴ Voir TRIGO TRINDADE (1999), p. 395.

⁶⁰⁵ Voir, en droit français, les art. L 225-38 à L 225-43 C.com. qui prévoient, d'abord, une obligation d'obtenir une autorisation du conseil d'administration dans son ensemble (art. L 225-38 al. 1 et 2 C.com.), ensuite une obligation d'informer les commissaires aux comptes qui présenteront un rapport spécial (art. L 225-40 al. 2 C.com.) et, finalement, un vote de ratification par l'assemblée générale (art. L 225-40 al. 2 C.Com). Ce vote n'a pas d'effet sur la validité du contrat, qui déploie ses effets à l'égard de tiers, sauf si la décision est annulée pour fraude. Art. L 225-41 al. 1 C.com. Toutefois, en cas de désapprobation, les conséquences dommageables de l'acte sont mises à la charge de l'intéressé et, éventuellement, des autres membres du conseil d'administration. Art. L 225-41 al. 2 C.com. Enfin, une convention conclue en l'absence d'autorisation préalable du conseil d'administration peut être annulée Art. L. 225-42 al. 1 C.com.

Les droits des Etats américains connaissent un devoir d'annoncer la survenance d'un conflit d'intérêts et requièrent que la transaction soit conclue ou, du moins, acceptée par des administrateurs « désintéressés », après que ceux-ci aient été informés de l'existence du conflit et de l'ensemble des faits matériels. Voir § 5 Principles of Corporate Governance ; *Corporate Director's Guide Book*, p. 1583-1586.

⁶⁰⁶ Le projet de révision du code des obligations prévoit de combler très partiellement cette lacune par un art. 718b P-CO sur les contrats entre la société et son représentant. Voir le Message concernant la révision du code des obligations (droit de la société à responsabilité limitée ; adaptation des droits de la société anonyme, de la société coopérative, du registre du commerce et des raisons de commerce) du 19 décembre 2001, p. 82.

⁶⁰⁷ Ce silence, sous l'ancien droit, a conduit PATRY à conclure que « chaque administrateur a le devoir de prendre part aux décisions de l'administration, même s'il s'agit de décisions qui le concernent personnellement ». PATRY (1977), p. 251. Cette analyse n'est plus valable depuis l'introduction d'un devoir exprès de fidélité dans le code des obligations. Art. 717 al. 1 CO ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 148.

la doctrine unanime admet l'existence de principes de gestion des conflits d'intérêts⁶⁰⁸. Cette lecture se trouve confortée par le Code suisse de bonne pratique⁶⁰⁹.

1. Gestion des conflits d'intérêts en matière de représentation

Bien avant la révision du droit des sociétés anonymes de 1991, la jurisprudence a prohibé le contrat avec soi-même et la double représentation, comblant une lacune dans ce domaine : ces actes sont sanctionnés de nullité à moins que la nature de l'affaire exclue tout préjudice pour le représenté ou que celui-ci consente expressément à la transaction conflictuelle⁶¹⁰. Cette interdiction s'étend également à la représentation des personnes morales par leurs organes⁶¹¹.

Par ailleurs, selon l'arrêt *Caves Mövenpick*, lorsqu'un organe conclut des contrats qui profitent manifestement à son propre intérêt et non à celui de la société, il abuse de son pouvoir de représentation. C'est pourquoi, si l'abus est reconnaissable par le tiers, la société n'est pas liée par les actes de l'organe félon⁶¹².

En définitive, le représenté est protégé contre les actes conclus dans des situations de violation avérée du devoir de fidélité : lors de contrat avec soi-même ou de double représentation, il n'est pas engagé sous réserve d'un consentement ou d'une ratification. Il en va de même lors d'actes conclus avec des tiers dans l'intérêt du représentant pour autant que le tiers ait pu ou dû reconnaître cette trahison.

2. Gestion des conflits d'intérêts en matière de décisions sociales

La jurisprudence se concentre sur les conflits d'intérêts lors d'actes de représentation. Or, les règles relatives à ce domaine ne se transposent pas directement à la prise de décision sur le plan interne. La gestion des conflits d'intérêts dans ce second contexte est donc sujette à des controverses.

Selon une partie de la doctrine, les règles sur la double représentation et la prescription du droit de l'association⁶¹³ imposent, par analogie, un devoir d'abstention

⁶⁰⁸ HOMBURGER (1997) ad 717 CO, nos 894–903 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 148 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, nos 25 ss, en particulier no 27 ; BÖCKLI (1996), nos 1641 ss ; VON DER CRONE (1994a), passim ; WATTER (2002a) ad art. 717 CO, no 15.

⁶⁰⁹ Voir ch. 16 Code suisse de bonne pratique.

⁶¹⁰ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 30, nos 121–127 ; PATRY (1977), p. 251. Voir le *leading case*, l'arrêt du Tribunal fédéral du 5 juillet 1993, *Siegwart c. Konkursmasse Glashütte Horn AG*, ATF 39 II 561, consid. 3, p. 566–568.

⁶¹¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 2 mai 2001, *J. M. c. K. A.G.*, ATF 127 III 332, JT 2001 I 258, consid. 2.b.aa, p. 260. Dans ce cas, selon notre Haute Cour, la ratification ne doit pas nécessairement émaner d'un organe hiérarchiquement supérieur, mais peut simplement provenir d'une autre personne dotée du pouvoir de représentation. WATTER (2002a), ad art. 718 CO, no 21 ; ZOBL (1989), no 21.

⁶¹² Arrêt du Tribunal fédéral du 19 janvier 1993, *H. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 119 II 23, JT 1994 I 319. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 3 juillet 2000, *G. Schwendler SA en faillite c. Kaufmann & Co*, ATF 126 III 361, JT 2001 I 131.

⁶¹³ Art. 68 CC.

dans les cas graves de conflits d'intérêts⁶¹⁴. Selon cette approche, un administrateur ne doit pas participer à la prise de décision, s'il a un intérêt personnel contraire à celui de la société⁶¹⁵, par exemple, s'il occupe aussi une fonction au sein de l'acquéreur. Lors de conflits moins manifestes, il est possible de recourir à d'autres moyens, comme l'avis d'un expert externe ou une ratification par l'assemblée générale⁶¹⁶.

En revanche, selon un autre courant, en l'absence de norme légale ou statutaire spécifique, il n'existe pas d'obligation d'abstention en cas de conflit d'intérêts⁶¹⁷. La responsabilité des administrateurs et l'obligation de restituer les prestations indues sont les seuls remèdes⁶¹⁸. Ce dernier point de vue est séduisant. En l'absence de disposition légale ou statutaire expresse, il est difficile d'exiger une mesure spécifique⁶¹⁹. Néanmoins, cette conclusion doit être tempérée.

Conformément au devoir de fidélité, les membres du conseil d'administration doivent prendre des mesures adéquates afin d'assurer la primauté de l'intérêt social et le caractère *at arm's length* de la transaction. Dans ce but, comme le préconise le Code suisse de bonne pratique⁶²⁰, l'administrateur doit dévoiler au conseil d'administration ou à son président l'existence et la nature du conflit d'intérêts⁶²¹.

Le collège doit alors prendre des mesures afin de garantir le caractère équitable de la décision : le membre concerné doit s'abstenir lors du vote et des délibérations et la société doit même, parfois, demander l'avis d'experts neutres⁶²². A défaut, un consentement ou une ratification ne guérirait pas une violation du devoir de fidélité, car il n'aurait pas été donné en connaissance de cause.

Cette position est confortée par la jurisprudence du Tribunal fédéral : « *[le comportement des organes de gestion] doit s'apprécier avec une extrême rigueur lorsque [ils] n'agissent pas dans l'intérêt de la société mais recherchent le leur, celui d'actionnaires ou celui de tiers* »⁶²³. Dans ce cas de figure, pour reprendre la terminologie

⁶¹⁴ HANDSCHIN (2003), p. 172 ; HOMBURGER (1997) ad 717 CO, no 899 ; TRIGO TRINDADE (1996), p. 148–151 ; BÖCKLI (1996), nos 1642–1643.

⁶¹⁵ BÖCKLI (1996), nos 1642–1643 qui parle de « *direkter und brisanter Interessenkonflikt* ».

⁶¹⁶ BÖCKLI (1996), no 1645a. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 3 juillet 2000, *G. Schwendler SA en faillite c. Kaufmann & Co*, ATF 126 III 361, JT 2001 I 131 qui envisage la ratification comme moyen de résoudre les problèmes liés aux conflits d'intérêts.

⁶¹⁷ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, nos 32–34 ; VON DER CRONE (1994a), p. 5.

⁶¹⁸ Art. 678 al. 2 CO. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 27 ; VON DER CRONE (1994a), p. 7–10.

⁶¹⁹ WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 15.

⁶²⁰ Ch. 16(1) Code suisse de bonne pratique.

⁶²¹ Comp., plus nuancé, HANDSCHIN (2003), p. 173–174.

⁶²² Ch. 16 Code suisse de bonne pratique. Comp. HANDSCHIN (2003), p. 173–174, qui estime que, si le conflit d'intérêts a été dévoilé, le membre peut participer aux délibérations à certaines conditions.

⁶²³ Arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1982, *X c. J. Berberat et Henauer SA*, SJ 1982 221, consid. 3a, p. 225. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1988, *M. c. F. et M. S.*, ATF 113 II 52, consid. 3a, p. 55. GRASS (2000), p. 119–124 ; FORSTMOSER (1987), no 307.

américaine, le juge vérifie l'équité intrinsèque de la transaction (*intrinsic fairness*) et s'assure de l'absence de conséquence préjudiciable⁶²⁴.

En synthèse, si le droit des sociétés ne prescrit pas de mesure déterminée en cas de conflits d'intérêts, le conseil d'administration doit néanmoins être informé de leur existence et prendre des mesures pour en éviter leurs conséquences néfastes. Il dispose d'une certaine latitude pour choisir la méthode idoine, mais il ne saurait se complaire dans une telle situation.

Selon cette règle, en dehors des cas de double représentation ou d'abus du pouvoir de représentation, une décision des dirigeants sociaux entachée par des conflits d'intérêts est valable, mais elle peut engager la responsabilité des personnes ayant participé à la prise de décision pour les éventuelles conséquences dommageables de leurs actes.

En présence de soupçons de violation du devoir de fidélité⁶²⁵, la diligence est appréciée avec une extrême rigueur. Si le dirigeant social et/ou des tiers prennent des mesures raisonnables pour éviter tout préjudice à la société, ces soupçons s'évanouissent. Le juge ne peut alors pas reprocher aux organes de gestion d'avoir violé leur obligation de fidélité. En d'autres termes, grâce à ces dispositions, les dirigeants retrouvent leur pouvoir d'appréciation⁶²⁶.

Concrètement, les mesures requises pour satisfaire à l'obligation de fidélité varient selon la nature et l'étendue du conflit d'intérêts. Elles peuvent revêtir la forme d'une *fairness opinion*. Un tiers expert indépendant, un banquier d'investissement ou un réviseur selon la nature de la transaction, atteste alors du caractère équitable et conforme au but social de la transaction. Elles peuvent aussi reposer sur l'abstention des organes pris dans le conflit, sur un vote exprimé par un comité composé de membres du conseil d'administration indépendants et/ou désintéressés ou encore sur une ratification par l'assemblée générale⁶²⁷. Enfin, ces mesures sont combinables les unes aux autres.

⁶²⁴ Voir DOOLEY (1995), p. 249–250 ; CLARK (1986), p. 138 ; GILSON (1981), p. 824–825. Voir p.ex. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

⁶²⁵ Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1982, *X c. J. Berberat et Henauer SA*, SJ 1982 221, consid. 3a, p. 225. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1988, *M. c. F. et M. S.*, ATF 113 II 52, consid. 3a, p. 55.

⁶²⁶ VON DER CRONE (1994a), p. 8–9.

⁶²⁷ WATTER (2002a) ad art. 717 CO, no 15. Voir VON DER CRONE (1994a), p. 8–9, selon qui ces moyens permettent d'éviter l'application de la règle de l'examen strict et d'appliquer la *business judgment rule*. Voir ch. 16 Code suisse de bonne pratique.

Toutefois, la ratification n'a qu'une portée consultative, avec des effets comparables à la décision de décharge, à moins qu'elle ne se fonde sur une disposition statutaire *ad hoc* l'autorisant et qu'elle ne relève ni de la sphère de compétence exclusive du conseil d'administration ni de la gestion des affaires sociales. Voir TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 395, et la doctrine citée en note 86. En tout cas, la décision devrait avoir pour effet d'éteindre une éventuelle action en responsabilité des actionnaires l'ayant approuvée.

En revanche, le droit des sociétés suisse ne connaît pas d'obligation de dévoiler aux actionnaires, dans le cadre du rapport de gestion ou à tout autre moment, les transactions des dirigeants sociaux avec la société ou d'autres actes décidés en présence de conflits d'intérêts. Seules les normes comptables comblent très partiellement cette lacune, en exigeant la publication du montant des participations, des créances et des dettes envers des sociétés appartenant au même groupe ou envers des actionnaires⁶²⁸.

3. Lors de management buy-outs

Les règles évoquées ci-dessus s'appliquent lors d'acquisitions par des sociétés ou des personnes proches et, en particulier, lors de *management buy-outs*. Alors la direction et les membres exécutifs du conseil d'administration sont pris dans le conflit d'intérêts, c'est pourquoi des mesures s'imposent afin d'éviter les conséquences préjudiciables de l'opération.

Par exemple, les Principles of Corporate Governance de l'American Law Institute prévoient une règle spécifique de gestion des conflits d'intérêts lors d'une prise de contrôle par un administrateur ou un dirigeant⁶²⁹. Son idée sous-jacente est de garantir l'équité de l'opération par le marché, en suscitant des offres concurrentes : c'est pourquoi le projet doit être annoncé publiquement et le conseil d'administration doit permettre à toute personne intéressée de se porter acquéreur et de recevoir les informations nécessaires. Il doit ensuite être approuvé par les administrateurs désintéressés, ainsi que par les actionnaires, soit lors d'une décision de l'assemblée générale, soit lors d'une offre publique d'acquisition. A défaut, les dirigeants intéressés sont présumés avoir violé leur devoir de fidélité.

Ces principes valent aussi en droit suisse. Les membres intéressés ont l'obligation de s'abstenir de participer aux décisions relatives à un *management buy-out* ou, même, de les préparer. Toutefois, un devoir absolu de mettre la société sur le marché afin de garantir l'équité de la transaction, est quelque peu excessif pour être retenu. En effet, bien que cette mesure constitue le meilleur moyen pour éviter tout conflit d'intérêts et garantir le caractère *at arm's length* de l'offre⁶³⁰, elle n'est fondée sur aucune base légale en droit positif suisse. Par ailleurs, la mise aux enchères peut s'avérer une étape superflue, par exemple, lorsque la direction en place est le meilleur acheteur dans la perspective de la société et de ses actionnaires.

En définitive, lors de *management buy-outs*, le conseil d'administration doit s'assurer de l'équité de la transaction et se renseigner sur la valeur de marché de la société. Dans ce but, il est tenu de solliciter des avis d'experts⁶³¹ et, même, de

⁶²⁸ Voir l'art. 663a al. 4 CO.

⁶²⁹ § 5.15 Principles of Corporate Governance.

⁶³⁰ WATTER (1990), nos 723–724.

⁶³¹ VON DER CRONE (1994a), p. 9 ; Inderbitzin (1993), p. 269 ; WATTER (1990), no 611. Ch. 16(3) Code suisse de bonne pratique.

s'enquérir d'éventuelles offres envisagées par d'autres personnes. A défaut, il n'aura pas géré efficacement le conflit d'intérêts suscité par l'opération.

C. Gestion des conflits d'intérêts par le droit boursier

1. Introduction

Le droit boursier n'a pas pour objet direct de gérer les conflits d'intérêts des membres de conseil d'administration. Toutefois, ce cadre juridique vise à informer les investisseurs sur la qualité des émetteurs. A ce titre, la directive sur le corporate governance cherche à faire la transparence sur le gouvernement d'entreprise au sein des sociétés cotées. Elle prévoit des obligations de dévoiler l'existence de conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration ou de la direction, ainsi que leur étendue.

Cette directive doit être lue en parallèle avec le Code suisse de bonne pratique. Cet instrument d'autorégulation se situe à la frontière du droit des sociétés et du droit boursier. Il a pour but de recueillir par écrit les pratiques formant la base d'un bon gouvernement d'entreprise. C'est pourquoi il régit aussi les conflits d'intérêts.

Par ailleurs, cette question occupe le devant de la scène lors d'offres publiques d'acquisition. C'est pourquoi le droit applicable à ces opérations prévoit nombre de règles à ce sujet : il oblige le conseil d'administration à mentionner dans son rapport l'existence et la nature d'éventuels conflits d'intérêts ainsi que les moyens utilisés pour y faire face. Il lui interdit aussi de restreindre la liberté des actionnaires investisseurs qui doivent pouvoir choisir de vendre ou conserver leurs titres sans interférence.

2. Directive SWX sur le Corporate Governance

Depuis le 1^{er} juillet 2002, toutes les sociétés suisses dont les droits de participation sont admis à la cotation à la SWX ainsi que certains émetteurs étrangers sont tenus de respecter la directive SWX concernant les informations relatives au Corporate Governance (*sic*). Cet instrument sert à renforcer la qualité des renseignements publiés dans les rapports annuels⁶³².

Ces données se rapportent principalement à des conflits d'intérêts potentiels. Les émetteurs doivent publier, distinguant chaque administrateur, d'éventuelles fonctions dirigeantes, au sens large, au sein d'autres entreprises, de groupes de pression, de groupes d'intérêts importants ainsi que d'éventuels fonctions officielles et mandats politiques⁶³³. Dans le même ordre d'idées, ils doivent dévoiler

⁶³² Ch. 2, 4 et 6 DCG.

⁶³³ Ch. 3.1(a) et (b), 3.2, 4.1(a) et (b) et 4.2 Annexe DCG.

d'éventuelles interdépendances, c'est-à-dire la participation de membres de leur conseil d'administration ou de leur direction à des conseils d'autres sociétés cotées⁶³⁴.

La directive sur le Corporate Governance vise non seulement les relations conflictuelles avec des tiers, mais aussi celles qui résultent des relations entre les émetteurs et leurs dirigeants. Les premiers sont ainsi invités à dévoiler pendant les trois exercices précédents, si les membres non exécutifs de leur conseil occupent ou ont occupé une position d'organe de direction. Ils doivent annoncer l'existence d'éventuelles relations d'affaires avec un administrateur⁶³⁵ et, enfin, ils sont tenus de rendre publique la rémunération, les participations et les prêts octroyés aux membres du conseil d'administration et de la direction⁶³⁶.

Les exigences de cette directive sont limitées au respect du principe *comply or explain* : les émetteurs ont le choix entre dévoiler les informations requises ou expliquer de manière substantielle le motif de la non-publication⁶³⁷. Seules les données relatives aux rémunérations, participations et prêts doivent impérativement être publiées⁶³⁸.

Ces renseignements se limitent aux conflits d'intérêts durables, sans couvrir ceux liés à des transactions déterminées avec des administrateurs ni la manière générale de les gérer. Dès lors, bien qu'elles améliorent l'information générale des actionnaires, elles n'ont qu'une portée limitée lors des fusions et acquisitions.

3. Droit des offres publiques d'acquisition

Le droit des offres publiques d'acquisition complète le droit des sociétés en matière de conflits d'intérêts. Certaines règles de la loi sur les bourses empêchent le conseil d'administration d'influencer l'issue de l'offre, servant ainsi de mécanisme contre les conflits d'intérêts⁶³⁹ : elles éliminent une possibilité de conflits en empêchant toute interférence, qu'elle soit favorable ou nuisible à l'opération. Par exemple, l'obligation de traiter sur un pied d'égalité les offrants interdit au conseil d'administration de préjuger de l'issue d'offres concurrentes. De même, en transférant des compétences à l'assemblée générale, le droit boursier instaure une obligation d'abstention, qui toutefois ne s'étend pas à l'ensemble des actes liés à une offre publique d'acquisition. Ces devoirs feront l'objet d'un examen détaillé ultérieurement dans le cadre du rôle du conseil d'administration lors d'offres amicales ainsi que dans le contexte des mesures de défense⁶⁴⁰.

⁶³⁴ Ch. 3.3 Annexe DCG.

⁶³⁵ Ch. 3.1(c) Annexe DCG.

⁶³⁶ Voir le chapitre 5 de l'annexe DCG.

⁶³⁷ Ch. 7 DCG.

⁶³⁸ Ch. 7 DCG.

⁶³⁹ Voir notamment art. 29 al. 2 et 30 LBVM.

⁶⁴⁰ Voir *infra* p. 158 ss et p. 206 ss.

Par ailleurs, le rapport du conseil d'administration sur l'offre publique d'acquisition doit mentionner les conflits d'intérêts que ses membres ou d'autres dirigeants peuvent avoir. Il doit rendre publiques les circonstances susceptibles d'avoir influencé la prise de position du conseil d'administration⁶⁴¹. En particulier, il doit mentionner si ces personnes ont un lien avec l'offrant⁶⁴² et doit dévoiler les accords ou les liens particuliers entre ce dernier et des membres du conseil.

Il doit aussi dévoiler si des administrateurs ont été nommés sur sa proposition ou si l'offrant doit renouveler leur nomination⁶⁴³. Dans ce cas, selon la pratique de la Commission des OPA, le rapport doit indiquer, si les contrats sont simplement renouvelés et, sinon, il doit dévoiler les conditions nouvelles⁶⁴⁴. Si certains administrateurs ou membres de la direction renoncent à leur charge, ce fait ainsi que les montants d'éventuelles indemnités de départ doivent être divulgués⁶⁴⁵, indépendamment de l'identité de la personne obligée à verser ces indemnités et de la date à laquelle elles ont été convenues⁶⁴⁶. Contrairement aux prescriptions de la directive sur le corporate governance⁶⁴⁷, la Commission des OPA exige que ces informations soient présentées sur une base individuelle et non sous une forme agrégée⁶⁴⁸.

Le rapport du conseil d'administration doit aussi indiquer les moyens pris pour éviter les conséquences néfastes sur les destinataires de l'offre⁶⁴⁹. Cependant, le droit boursier se contente d'assurer la transparence sur cette question, sans prescrire de règle déterminée : selon la Commission des OPA, le devoir de fidélité du droit des sociétés seul détermine les mesures à prendre⁶⁵⁰. Ainsi, au regard du droit boursier, le conseil d'administration peut en principe les choisir à sa discrétion.

La Commission des OPA cite toutefois des exemples de mesures : elle mentionne l'avis d'expert, le vote séparé des administrateurs indépendants, l'absten-

⁶⁴¹ FRAUENFELDER (2001), p. 84 ; Recommandation de la Commission des OPA du 15 décembre 1999, *Ems-Chemie Holding AG, Domat/Ems/Axantis Holding AG, Riedholz*, consid. 5.1.

⁶⁴² Art. 31 al. 1 OOPA.

⁶⁴³ Art. 31 al. 2 lit. a-c OOPA.

⁶⁴⁴ Art. 31 al. 2 lit. a-c OOPA.

⁶⁴⁵ Recommandation de la Commission des OPA du 18 Mai 1999, *Heineken International Beheer B.V., Amsterdam/Brauerei Haldengut, Winterthur*, consid. 7.1 ; Recommandation de la Commission des OPA du 27 Mai 1999, *Heineken International Beheer B.V., Amsterdam/Calanda Bräu*, consid. 7.1 ; Recommandation de la Commission des OPA du 15 décembre 1999, *Ems-Chemie Holding AG, Domat/Ems/Axantis Holding AG, Riedholz*, consid. 5.1.

⁶⁴⁶ Recommandation de la Commission des OPA du 15 décembre 1999, *Ems-Chemie Holding AG, Domat/Ems/Axantis Holding AG, Riedholz*, consid. 5.2.

⁶⁴⁷ Ch. 5.2.3 DCG.

⁶⁴⁸ Recommandation de la Commission des OPA du 15 décembre 1999, *Ems-Chemie Holding AG, Domat/Ems/Axantis Holding AG, Riedholz*, consid. 5.3, renonçant à ce qu'elle avait toléré dans la Recommandation de la Commission des OPA du 1^{er} novembre 1999, *Compañía Roca Radiadores S.A., Barcelona/Keramik Holding Laufen AG, Laufen*, consid. 6.1.

⁶⁴⁹ Art. 31 al. 3 OOPA.

⁶⁵⁰ Commentaires, Projet de la Commission des OPA du 22 juin 1996 concernant l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition, no 49.

tion des administrateurs confrontés au conflit d'intérêts⁶⁵¹. Sans surprise, la pratique suisse suit ces recommandations. Elle a donc recours à l'abstention des membres pris dans un conflit d'intérêts ou aux *fairness opinions*, des avis d'expert⁶⁵² attestant de l'équité de la transaction⁶⁵³.

4. Effet indirect du droit boursier

En droit boursier, la directive sur le Corporate Governance et la réglementation des offres publiques d'acquisition se contentent d'exiger une information des sociétés et de leur conseil d'administration sur leur manière de traiter les conflits d'intérêts et leur étendue. Ils ne prévoient pas de devoir de comportement comparable au devoir de fidélité du droit des sociétés. Sous l'angle du seul droit boursier, les membres du conseil d'administration sont libres de se préoccuper des conflits d'intérêts comme ils l'entendent, pour autant qu'ils agissent en toute transparence.

Cette discrétion doit être relativisée. Bien que le droit boursier ne prévoie pas une véritable obligation de gérer les conflits d'intérêts, il influence l'appréciation du respect de l'obligation de fidélité : il innove dans ce domaine et cette évolution se répercute sur le droit des sociétés⁶⁵⁴. En faisant la transparence sur les conflits d'intérêts et sur les moyens utilisés pour les éviter, il incite les administrateurs à respecter les standards de bonne conduite pour éviter les sanctions sociales.

La pratique influence aussi l'interprétation de cette obligation. Etabli, elle facilite aussi la mise en œuvre des voies de droit civil. Elle met en évidence les moutons noirs et donne au juge civil des exemples de mesures adéquates.

D. Synthèse

Le droit des sociétés et le droit boursier obligent les membres du conseil d'administration à gérer les affaires de la société conformément aux intérêts de cette dernière, sans se laisser influencer par ceux de tiers.

Le premier ne prévoit pas de règle légale expresse sur les conflits d'intérêts, mais il impose aux administrateurs un devoir de gérer ces situations afin d'éviter des conséquences préjudiciables pour la société. La jurisprudence du Tribunal fédéral

⁶⁵¹ Commentaires, Projet de la Commission des OPA du 22 juin 1996 concernant l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition, no 49. Le droit anglais prévoit un avis d'expert obligatoire (Rule 3 City Code on Takeovers and Mergers) et un devoir d'abstention des administrateurs concernés (Note 3 on Rule 25.1 City Code on Takeovers and Mergers). La pratique américaine recourt généralement à un comité spécial formé d'administrateurs externes et indépendants qui sont assistés par un conseiller financier lui aussi indépendant de la direction. Ces mesures ne sont pas obligatoires mais constituent les indices d'un comportement conforme à l'intérêt social et conduisant à l'application de la *business judgment rule*. GILSON/BLACK (1995), p. 1056.

⁶⁵² Voir sur la compétence des experts, p. 288.

⁶⁵³ Voir les exemples cités par TSCHÄNI/IFFLAND (2002), p. 204–205 ; FRAUENFELDER (2001), p. 85.

⁶⁵⁴ HIRSCH (1995), p. 232.

a développé par voie prétorienne un ensemble de règles à ce sujet. Par exemple, elle a retenu qu'une société n'est pas liée, en cas d'abus de pouvoir de représentation d'un organe, c'est-à-dire lorsque ce dernier agit au nom de la société mais dans son propre intérêt.

Ces règles jurisprudentielles s'appliquent seulement aux rapports de représentation, mais non aux décisions internes. Dans ce second domaine, le droit des sociétés n'impose pas de procédure spécifique. Il incombe seulement aux administrateurs de prendre des mesures adéquates. Le dirigeant doit dévoiler au conseil d'administration *in corpore* l'existence et l'étendue de tout conflit d'intérêts. Il revient alors à cet organe de décider des mesures pour faire face à ce problème. A défaut, les tribunaux refusent de reconnaître un pouvoir d'appréciation aux organes de gestion et leur comportement est examiné avec une extrême rigueur.

Le droit boursier s'intéresse également aux conflits d'intérêts par la directive sur le corporate governance et par la législation sur les offres publiques d'acquisition. Toutefois, si l'on exclut les règles sur les mesures de défense, ces normes se contentent d'informer les investisseurs, sans imposer de comportement aux organes sociaux ou aux émetteurs.

Cette transparence ne doit pas être sous-estimée, comme le rappelle la célèbre maxime du juge américain BRANDEIS : « [p]ublicity is justly commended as a remedy for social and industrial deacease. Sunlight is said to be the best disinfectant ; electric light the most efficient policeman. »⁶⁵⁵ Elle inspire au sein des conseils d'administration la peur d'une réprobation populaire qui, à son tour, influence l'interprétation du droit des sociétés⁶⁵⁶.

§ 4 Devoir d'égalité de traitement des actionnaires

I. Fondements de l'égalité de traitement

Le principe d'égalité de traitement des actionnaires est fondé sur deux sources distinctes : le droit des sociétés et le droit boursier. Elles concourent lors des fusions et acquisitions. D'un point de vue systématique, les fusions et les acquisitions d'actions ou d'actifs sont régies par le principe d'égalité de traitement du droit des sociétés, le droit boursier n'intervenant que dans le domaine de l'information. En revanche, ces deux sources s'appliquent pleinement lors des offres publiques d'acquisition.

⁶⁵⁵ BRANDEIS (1914), p. 89.

⁶⁵⁶ VON DER CRONE (2000b), p. 259 ss sur l'effet de la réputation en matière de fonctionnement des sociétés.

Ces deux fondements de l'égalité de traitement attribuent à ce principe une fonction différente en raison de leurs buts respectifs. Les règles du droit boursier interviennent dans le domaine des fusions et acquisitions par deux biais : l'information générale communiquée aux investisseurs et le traitement par l'offrant des destinataires d'une offre publique d'acquisition. Dans ces deux cas, la personne morale (en tant qu'émetteur ou offrant), et non ses organes dirigeants, doit respecter ce principe.

En droit des sociétés, il opère comme un mécanisme de protection des actionnaires contre la majorité ou le conseil d'administration. Il compense la perte de pouvoir qui découle de leur investissement dans la société. En entrant dans la corporation, ils renoncent à contrôler personnellement les actifs investis et confèrent cette faculté à la majorité des actionnaires et au conseil d'administration, en échange, ils bénéficient d'un droit à l'égalité de traitement.

Dans cette optique, ce principe constitue un fondement rationnel et « supra-individuel » d'organisation de la société qui se substitue à la protection accordée par la règle de l'unanimité⁶⁵⁷. Plus concrètement, il interdit de favoriser certains actionnaires seulement⁶⁵⁸. En droit boursier, il opère au contraire comme un instrument de protection des investisseurs et du marché⁶⁵⁹. Il assure le fonctionnement équitable du marché, sans se soucier des actionnaires et des abus de majoritaires ou des dirigeants sociaux⁶⁶⁰.

II. Égalité de traitement en droit des sociétés

Le droit des sociétés postule un devoir d'égalité de traitement des actionnaires. Dans cette section, nous commencerons par définir sa portée et ses limites. Puis, nous examinerons son application lors des fusions et acquisitions.

A. Définition

1. Principe

Le principe d'égalité de traitement instaure un véritable devoir comparable à celui de fidélité⁶⁶¹ : il formule une maxime de comportement applicable non seulement aux décisions relatives aux droits des actionnaires, mais à tous les actes de gestion, internes ou externes⁶⁶². Selon ce principe, les dirigeants sociaux doivent traiter de

⁶⁵⁷ Voir HUGUENIN JACOBS (1994), p. 21–23.

⁶⁵⁸ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 39, no 24 ; HUGUENIN JACOBS (1994), p. 26.

⁶⁵⁹ Voir l'art. 1 LBVM.

⁶⁶⁰ TSCHANI/OERTLE (1999), Vorbemerkungen zu Art. 22–30 LBVM, no 2.

⁶⁶¹ BÖCKLI (1996), nos 1652–1653 ; HUGUENIN JACOBS (1994), p. 51.

⁶⁶² WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 33 ; BÖCKLI (1996), nos 1653 ss ; HUGUENIN JACOBS (1994), p. 51.

la même manière les actionnaires qui se trouvent dans la même situation⁶⁶³. Inversement, ils ne peuvent pas traiter de façon similaire des actionnaires qui se trouvent dans des circonstances différentes.

Ce principe connaît cependant deux limites : il constitue un devoir relatif et est subordonné à l'intérêt social.

2. Nature relative de l'égalité de traitement

Le principe d'égalité est de nature relative. Le droit des sociétés ne considère pas tous les actionnaires comme des égaux : il reconnaît des différences entre eux. Plus encore, il admet un traitement différencié. L'égalité de traitement des actionnaires doit se comprendre comme une égalité des actions, chacune bénéficiant des mêmes prérogatives, sous réserve d'exceptions prévues dans les statuts⁶⁶⁴. Dès lors, comme les droits des actionnaires sont en principe proportionnels au nombre des actions détenues ou de leur valeur nominale, un traitement différencié est admissible.

Certains droits sont cependant liés à la qualité d'actionnaire, par exemple le droit de participation aux assemblées générales⁶⁶⁵, le droit au rapport annuel⁶⁶⁶ et au renseignement⁶⁶⁷ et les droits d'intenter certaines actions en justice⁶⁶⁸, pour lesquels prévaut une égalité absolue : la société et les membres du conseil d'administration ne sauraient traiter différemment un actionnaire par rapport à un autre⁶⁶⁹.

Dans le même ordre d'idées, bien que la question soit controversée, l'égalité de traitement ne saurait, selon nous, s'arrêter à des critères formels. Les membres du conseil d'administration doivent non seulement appliquer indistinctement leurs décisions à tous les actionnaires, mais aussi s'assurer que leurs actes entraînent les mêmes conséquences⁶⁷⁰. Des devoirs particuliers comme l'interdiction d'avantager ou désavantager des actionnaires par la suppression du droit préférentiel de souscription renforcent cette conclusion⁶⁷¹. Il en va de même du principe de la *scho-nende Rechtsausübung* (exercice des droits avec ménagement)⁶⁷².

⁶⁶³ Art. 717 al. 2 CO.

⁶⁶⁴ BÖCKLI (1996), no 1651.

⁶⁶⁵ Droit de participer *stricto sensu* (art. 689 CO), droit de connaître l'ordre du jour (art. 700 CO), droit de faire des propositions dans le cadre des points inscrits à l'ordre du jour (art. 700 al. 4 CO) et droit d'exprimer sa volonté lors de l'assemblée générale.

⁶⁶⁶ Art. 696 CO.

⁶⁶⁷ Art. 697 CO.

⁶⁶⁸ Notamment, l'action en annulation (art. 706 CO), l'action en restitution des prestations indues (art. 678 CO) et l'action en responsabilité (art. 752 ss CO).

⁶⁶⁹ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 39, nos 71 ss.

⁶⁷⁰ En faveur, FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 39, nos 17–18. Nuancé WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 26.

⁶⁷¹ Art. 652b al. 2 CO *in fine*.

⁶⁷² Arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision AG*, ATF 121 III 219, 1.d.bb, p. 173–174 ; arrêt du Tribunal fédéral du 25 juin 1991, *Association Canes c. Nestlé S.A.*, ATF 117 II 290, 4.e.cc, p. 302.

En définitive, le conseil d'administration doit traiter de la même façon tous les actionnaires qui se trouvent dans la même situation. Cette égalité de traitement prohibe non seulement les inégalités de droit, mais aussi les inégalités de fait.

3. Exceptions justifiées par un intérêt social prépondérant

La deuxième limite au principe d'égalité de traitement résulte de son fondement même : en tant que moyen de protection des actionnaires contre l'exercice du pouvoir par la majorité ou par les dirigeants sociaux, il ne doit intervenir que si les actionnaires sont lésés. Un acte conforme à l'intérêt social mais constitutif d'un traitement inégal est admissible, si tous en bénéficient. Dans ce cas, bien que les actionnaires ne soient pas traités sur un pied d'égalité, aucun d'entre eux ne se trouve finalement lésé⁶⁷³. Plus précisément, un tel traitement se justifie, quand la « victime » est dans une meilleure situation que si l'égalité de traitement avait été respectée⁶⁷⁴.

En revanche, une mesure discriminatoire afin de permettre un mieux-être collectif n'est pas admissible si elle conduit à une perte nette pour un actionnaire. La fonction « supra-individuelle » de l'égalité de traitement remplace la protection du consentement unanime qui prévaut dans les relations contractuelles. Elle évite les problèmes de refus abusifs ou opportunistes, au sens économique du terme, suscités par l'unanimité⁶⁷⁵. Seul un acte dans l'intérêt de tous les actionnaires peut donc justifier un traitement discriminatoire⁶⁷⁶.

Cette exception ne libère pas pour autant le conseil d'administration du respect des autres principes généraux du droit des sociétés, notamment la proportionnalité et ses trois composantes, la proportionnalité au sens strict, l'adéquation et la subsidiarité. Un traitement discriminatoire ne se justifie que si aucun autre moyen moins préjudiciable aux actionnaires victimes de l'inégalité n'améliore d'autant le bien-être social.

B. L'égalité de traitement lors des fusions et acquisitions

1. Champ d'application de l'égalité de traitement

Le principe d'égalité de traitement des actionnaires, devoir général, s'applique à tous les actes juridiques des membres du conseil d'administration et des autres di-

⁶⁷³ Comp. HUGUENIN JACOBS (1994), p. 25, selon qui une inégalité de traitement se justifie si elle conduit à un accroissement du bien-être collectif *Gesamtnutzen*, respectivement, si elle est dans l'intérêt de tous les actionnaires.

⁶⁷⁴ *Ibid.* En termes économiques, l'égalité de traitement ne constitue pas une limite à une amélioration efficace selon Pareto, c'est-à-dire à une modification qui permette d'améliorer l'utilité (dans le sens économique de mesure du bien-être) d'une personne, sans que l'utilité d'une autre soit péjorée. Voir POSNER (1998), p. 14.

⁶⁷⁵ RUFFNER (2000), p. 258. Comp. EASTERBROOK/FISCHEL (1991), p. 110-111.

⁶⁷⁶ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 39, no 64.

rigeants sociaux. Il régit non seulement les décisions internes, mais aussi la gestion et la représentation de la société⁶⁷⁷. Il s'étend non seulement à la remise d'information aux actionnaires ou à l'application de clauses statutaires, comme l'agrément d'actionnaires ou la limitation de leurs droits de vote⁶⁷⁸, mais il couvre aussi l'acquisition et la revente d'actions propres, les opportunités d'acquérir des actifs ou passifs de la société, autant d'hypothèses sensibles en cas de fusions et acquisitions.

L'égalité de traitement est toutefois limitée par les exceptions mentionnées à la section précédente. De plus, dans un arrêt *Knie*, avant que le nouveau droit ne prévoie expressément ce devoir, le Tribunal fédéral avait jugé que l'acquisition puis la revente d'actions propres au bénéfice d'un actionnaire déterminé n'entraîne pas dans le domaine des rapports entre une société et ses actionnaires. Selon l'arrêt, comme la décision ne portait pas sur des droits acquis et comme les titres auraient pu être vendus à un tiers, l'égalité de traitement n'entraîne pas en considération⁶⁷⁹.

La doctrine a vivement critiqué cet arrêt, considérant de plus qu'il a perdu toute pertinence depuis la nouvelle de 1991 et la consécration légale d'un devoir d'égalité de traitement⁶⁸⁰. D'ailleurs, même avant la révision du droit des sociétés anonymes, le Tribunal fédéral avait admis que le grief d'inégalité de traitement pouvait être invoqué lorsqu'un actionnaire reprenait l'actif et le passif de la société⁶⁸¹. Par conséquent, l'arrêt *Knie* ne devrait plus être d'actualité.

En définitive, l'égalité de traitement s'étend à tous les actes des organes de gestion susceptibles d'influencer la position des actionnaires. Elle régit les mesures de défense destinées à empêcher une prise de contrôle par un actionnaire. Elle s'applique aussi, lorsque la société veut céder des éléments du patrimoine social ou

⁶⁷⁷ Comp. la définition négative de FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 39, nos 48–49, qui excluent du champ d'application de l'égalité de traitement les opérations, n'ayant pas de lien, même factuel, avec la qualité d'actionnaire ou sa position dans la société.

⁶⁷⁸ WATTER (2002a), ad art. 717 CO, nos 29–30.

⁶⁷⁹ Arrêt du Tribunal fédéral du 27 mars 1962, *Knie c. Aktiengesellschaft Gebrüder Knie, Schweizer National-Circus und Knie*, ATF 88 II 98, consid. 3, p. 105.

⁶⁸⁰ WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 27 ; BÖCKLI (1996), no 1656a. Voir, en matière de revente d'actions propres, FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 39, no 50 ; BÖCKLI (1996), nos 264, 406a, 406b et 1656a, considère que les reventes d'actions, jadis décidées dans le secret des chambres du conseil d'administration, sont devenues des points très sensibles sur le plan de l'égalité de traitement ; HUGUENIN JACOBS (1994), p. 287 ; NOBEL (1994), p. 35–36 et von PLANTA/LENZ (2002), ad art. 659 CO, no 9a. Plus nuancé sur l'application du principe d'égalité de traitement, HOFSTETTER (1996), p. 158.

De plus, le motif justifiant la discrimination (le besoin de protection de la société qui exploite un cirque d'importance nationale contre une incapacité de décision au niveau de l'assemblée générale, qui peut entraîner sa dissolution) n'est plus valable. En effet, dans ce cas, un juge pourrait renoncer à dissoudre et prononcer une autre solution adaptée aux circonstances et acceptable pour les intéressés. Art. 736 ch. 4 CO *in fine*. HUGUENIN JACOBS (1994), p. 287.

⁶⁸¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 18 février 1969, *Société coopérative pour la protection des actionnaires privés du BLS c. Société du chemin de fer des Alpes Bernoises Berne-Loetschberg-Simplon*, ATF 95 II 157, p. 167 ss, JT 1970 I 344, consid. 9, 11 (non traduit au Journal des tribunaux) et 12, p. 347–350.

lorsque le conseil d'administration prête son concours à une prise de contrôle. Toutefois, ces deux derniers points appellent quelques remarques complémentaires.

2. *Opportunités d'acquisition du patrimoine social*

Les fusions et acquisitions peuvent être problématiques, au regard de l'égalité de traitement, lorsqu'elles permettent à certains actionnaires de se porter acquéreur de tout ou partie du patrimoine social. La source du problème résulte non seulement de l'adéquation du prix, mais aussi du fait même que certains puissent bénéficier de ces éléments du patrimoine, tandis que d'autres en sont privés.

L'égalité de traitement oblige le conseil à donner à tous les actionnaires la même opportunité de profiter du patrimoine social. Lorsque ce dernier est composé d'actions propres ou de participations, la mise en œuvre de cette prescription ne pose pas de problème particulier. Ses éléments peuvent être distribués en proportion à leur participation dans la société.

Cependant, si le patrimoine regroupe une branche d'activité, il est impossible de procéder de la sorte à moins d'obliger la société à procéder à une scission⁶⁸². Cette conséquence serait excessive et outrepasserait le cadre du devoir d'égalité de traitement. Ce dernier n'oblige pas la société à encourager l'égalité entre les actionnaires, mais prescrit seulement que la gestion les traite de la même manière. Le conseil d'administration ne doit donc pas, selon ce principe, recourir à une scission ou à une quasi-scission dans une situation où une cession onéreuse du patrimoine lui semble idoine⁶⁸³.

Par ailleurs, s'il est vrai qu'en principe, tous les actionnaires devraient avoir la faculté de se porter acquéreurs, dans certaines circonstances, le conseil d'administration peut, sous réserve des limites fondées sur le devoir de fidélité, déterminer qu'un seul d'entre eux ou un tiers est à même d'être un acquéreur intéressant. Il doit alors se fonder sur des raisons objectives, par exemple, sur le fait que son favori exploite une entreprise dans un domaine proche de celui de la branche d'activité cédée. En revanche, il ne saurait se baser sur des liens entre l'actionnaire et la société ou les dirigeants. Cette distinction, dans la mesure où elle est fondée sur des motifs objectifs, est conforme à l'égalité de traitement relative du droit des sociétés⁶⁸⁴.

⁶⁸² Pour réaliser ce projet, la société devrait procéder à un apport en nature à la société acquérant les actifs qui serait suivi d'une distribution des actions ainsi reçues par le biais d'un dividende en nature ou par le biais d'une réduction de capital constitutive.

⁶⁸³ Comp. HÜNERWADEL (1995), p. 110–112. Voir WATTER (1990), nos 603–604 ; PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 176 ss.

⁶⁸⁴ Arrêt du Tribunal fédéral du 18 février 1969, *Société coopérative pour la protection des actionnaires privés du BLS c. Société du chemin de fer des Alpes Bernoises Berne-Loetschberg-Simplon*, ATF 95 II 157, p. 167 ss, JT 1970 I 344, consid. 9, 11 (non traduit au Journal des tribunaux) et 12, p. 347–350.

En conclusion, si, théoriquement, chaque actionnaire devrait avoir la possibilité de se porter acquéreur d'une branche d'activité ou, du moins, de continuer à participer à son exploitation, par exemple par la remise d'actions d'une société fondée dans ce but, la nature relative de l'égalité de traitement et l'intérêt social réduisent à néant cette prétention.

3. Partage de la prime de contrôle ?

La cession de blocs de contrôle est la technique d'acquisitions la plus problématique en terme d'égalité de traitement. Lors de ces transactions, l'acquéreur accepte de payer un prix supérieur à la valeur financière du bloc, la différence correspondant à une prime de contrôle que seul l'ancien actionnaire de contrôle peut percevoir. Cet état de fait engendre une inégalité flagrante entre ce dernier et les autres actionnaires.

Traditionnellement, la doctrine suisse traitait le contrôle social comme un actif de l'actionnaire majoritaire⁶⁸⁵. Comme ce dernier vendait non seulement des actions, mais aussi le contrôle social, il pouvait légitimement prétendre à un prix plus élevé que le commun des actionnaires. Le droit des sociétés suisse ne lui imposait donc aucune obligation de partager la prime de contrôle ou, même, l'opportunité de vendre⁶⁸⁶, cette conclusion étant par ailleurs renforcée par l'absence de devoir de fidélité des actionnaires de contrôle⁶⁸⁷.

⁶⁸⁵ WATTER (2002a), p. 3 ; HÜNERWADEL (1995), p. 89 ; BACHMANN (1992), p. 63 ; WATTER (1990), no 600.

⁶⁸⁶ *Contra* WATTER (1990), no 601, qui refuse cette distinction. A notre sens, le devoir de fidélité ne s'impose que lorsque les personnes agissent en tant qu'administrateurs. Toutefois, il est vrai que l'actionnaire qui céderait le contrôle devrait veiller à ne pas utiliser des informations auxquelles il a eu accès en tant qu'administrateur de fait.

⁶⁸⁷ Arrêt du Tribunal fédéral du 6 juillet 1965, *Wyss-Fux AG c. Fux*, ATF 91 II 298, consid. 6a, p. 305, JT 1966 I 264, p. 271. Voir, cependant, l'arrêt du Tribunal fédéral du 18 octobre 1954, *Himmelspach c. Lonza Elektrizitätswerk und chemische Fabriken S.A.*, ATF 80 II 267, JT 1955 I 205, consid. 2, p. 206 : « On pourrait admettre, analogiquement aux rapports entre actionnaires, qu'il existe aussi entre société anonyme et sociétaire un devoir réciproque de loyauté et d'égard, de nature contractuelle ou quasi-contractuelle. » Voir la décision de l'Obergericht du canton d'Aarau du 12 décembre 1949, RSJ 49 (1953), p. 295, no 119, évoquant expressément le devoir de fidélité des actionnaires pour annuler une décision, mais refusant de constater une violation dans le cas d'espèce et le jugement du Tribunal civil du Canton de Bâle-Ville du 7 octobre 1950, *Bu c. K. AG*, BJM 1954 107, consid. 2, p. 111, confirmé en appel par un jugement du Président du Tribunal d'appel du 7 août 1953, BJM 1954, p. 114, admettant l'annulation d'une décision pour contrariété au devoir de fidélité incombant aux actionnaires.

TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 392-393 ; RUEDIN (1999), no 830 ; BÖCKLI (1996), no 38i ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 42, nos 26 ss.

En faveur d'un devoir de fidélité, HÜNERWADEL (1995), p. 81-90 ; WATTER (1990), no 600, considèrent qu'il existe un devoir de prendre en compte les intérêts des autres actionnaires. Tous deux refusent néanmoins d'admettre une obligation de partager la prime de contrôle. WATTER (1990), no 600 ; HÜNERWADEL (1995), p. 89.

Comp. en droit allemand, BGHZ 103 (1988), 184 « Linotype » sur un devoir de fidélité de l'actionnaire majoritaire et BGHZ 129 (1995), 136 « Girmes » sur un devoir de fidélité du minoritaire. Voir SCHMIDT (2002), p. 591.

La loi sur les bourses perpétue ce point de vue. Le régime dispositif de l'offre publique d'acquisition obligatoire tolère le paiement d'une prime de contrôle. Il en limite seulement le montant à 33 $\frac{1}{3}$ % du prix offert aux autres actionnaires, dans le cadre de l'offre publique d'acquisition⁶⁸⁸.

A défaut d'un devoir de partager la prime de contrôle imputé aux principaux intéressés, la doctrine s'est tournée vers les membres du conseil d'administration. Néanmoins, majoritairement, elle considère que la différence entre l'actionnaire de contrôle, et les autres justifie une inégalité de traitement concrétisée par le versement d'une prime⁶⁸⁹.

Toutefois, si le conseil d'administration est approché par un acquéreur potentiel qui l'informe de son intention de prendre le contrôle de la société, il ne peut pas réserver cette opportunité pour le seul actionnaire de contrôle, mais doit, selon le principe d'égalité de traitement, transmettre l'offre à tous les actionnaires. De même, il doit, dans cette hypothèse, s'efforcer d'obtenir le meilleur prix pour tous et ne saurait favoriser le majoritaire⁶⁹⁰.

La portée de cette exception est toutefois limitée : en présence d'un actionnaire de contrôle, l'acquéreur ne négocie pas le contrat avec les membres du conseil d'administration et les personnes chargées de la gestion ne sont généralement pas les vendeurs. Les dirigeants ne peuvent donc pas être tenus responsables des termes de l'acquisition, à moins d'avoir participé activement à leur négociation, par exemple, en fournissant des informations à l'acquéreur ou en s'engageant à l'inscrire au registre des actionnaires⁶⁹¹.

En conclusion, la loi n'oblige pas le conseil d'administration à garantir le partage équitable d'une éventuelle prime de contrôle, tout au plus lui impose-t-elle d'offrir à tous les actionnaires l'opportunité de céder leurs actions, sans favoriser le seul actionnaire de contrôle⁶⁹².

III. Égalité de traitement en droit boursier

A. Généralités

Le droit boursier est fondé sur le principe d'égalité de traitement des investisseurs⁶⁹³ qui se décline de plusieurs manières : premièrement, il régit les rapports entre la société émettrice de titres et ses actionnaires investisseurs. Deuxièmement,

⁶⁸⁸ Art. 32 al. 4 LBVM. Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1317, no 25.9. WATTER (2002b), p. 3.

⁶⁸⁹ WATTER (2002b), p. 3 ; BÖCKLI (1996), no 1662 ; HÜNERWADEL (1995), p. 59–60.

⁶⁹⁰ PETITPIERRE-SAUVAIN (1995), p. 938 ; PETITPIERRE-SAUVAIN (1990), *passim*, notamment p. 646 ; HIRSCH (1967), p. 191.

⁶⁹¹ WATTER (1990), no 600 ; HIRSCH (1971), p. 191.

⁶⁹² HÜNERWADEL (1995), p. 110 ; WATTER (1990), no 603 ; PETITPIERRE-SAUVAIN (1977), p. 136 et p. 176 ss.

⁶⁹³ Art. 1 LBVM.

les normes du droit des offres publiques d'acquisition imposent des devoirs à l'offrant et aux membres du conseil d'administration de la société visée. Enfin, l'institution de l'offre obligatoire oblige, à certaines conditions, l'acquéreur à étendre à tous les actionnaires la possibilité de vendre leurs titres à un prix minimal, fixé par la loi.

B. Egalité de traitement des investisseurs

Le droit boursier garantit la transparence et l'égalité de traitement afin de protéger les investisseurs⁶⁹⁴. Il n'est donc pas surprenant qu'il s'applique en matière d'information. C'est d'ailleurs le principal objet de la réglementation indirecte des émetteurs par la loi sur les bourses⁶⁹⁵.

Le devoir de publicité événementielle⁶⁹⁶ et l'interdiction des opérations d'initiés⁶⁹⁷, sur laquelle nous reviendrons ultérieurement⁶⁹⁸, mettent en œuvre ce but. Le premier contraint les émetteurs à dévoiler tout fait susceptible d'influencer notablement les cours, afin que tous les investisseurs disposent d'un accès simultané à ces informations, tandis que le second interdit aux initiés d'utiliser, à des fins personnelles ou pour en faire bénéficier un tiers, un avantage lié à une inégalité d'information.

C. Egalité de traitement lors d'offres publiques d'acquisition

1. Par l'offrant

Le droit des offres publiques d'acquisition a pour but central de garantir un traitement égal des investisseurs lors de ces transactions⁶⁹⁹. Cet objectif est mis en œuvre par une obligation faite à l'offrant de traiter sur un pied d'égalité tous les détenteurs de titres d'une même catégorie⁷⁰⁰.

Ce devoir d'égalité de traitement des investisseurs se décline selon deux modes : premièrement, l'offre doit porter sur toutes les catégories de titres de participation cotés de la société visée⁷⁰¹, y compris ceux issus de l'exercice de droits d'option⁷⁰². L'offrant ne peut pas exclure certains investisseurs de son offre⁷⁰³.

⁶⁹⁴ Art. 1 LBVM.

⁶⁹⁵ Voir l'art. 8 al. 2 LBVM qui prévoit que le règlement de cotation de la bourse doit prévoir des prescriptions sur les informations à fournir par l'émetteur.

⁶⁹⁶ Art. 72 RC.

⁶⁹⁷ Art. 161 CP.

⁶⁹⁸ Voir *infra* p. 245 ss et p. 286 ss.

⁶⁹⁹ Voir l'art. 1 LBVM et art. 1 OOPA.

⁷⁰⁰ Art. 24 al. 2 LBVM.

⁷⁰¹ Art. 10 al. 2 1^{ère} phrase OOPA.

⁷⁰² Art. 10 al. 3 OOPA.

⁷⁰³ Voir la recommandation de la Commission des OPA du 19 mars 2001, *Annonce préalable d'une offre publique d'achat et d'échange d'Incentive Capital AG, Zug, pour toutes les actions nominatives de Sulzer AG, Winterthur, détenues par le public*, consid. 10.1, sur l'admissibilité des *sales restrictions* destinées à éviter l'application du droit boursier américain.

Deuxièmement, l'offrant doit traiter sur un pied d'égalité tous les détenteurs de titres, y compris ceux de titres non cotés, s'il décide de leur étendre son offre^{704/705}. Ce principe s'applique *mutatis mutandis* quand plusieurs catégories de titres sont visées⁷⁰⁶. Même en dehors du cadre de l'offre publique obligatoire, l'offrant doit veiller à maintenir un rapport raisonnable entre les différents prix offerts pour les différentes catégories de titres⁷⁰⁷.

Cette deuxième composante de l'égalité de traitement l'oblige aussi à traiter les investisseurs de manière proportionnelle⁷⁰⁸, lors d'offres partielles⁷⁰⁹, si toutes leurs acceptations ne peuvent être satisfaites. Si trop d'actionnaires acceptent l'offre, elles sont prises en compte au *pro rata* des actions remises⁷¹⁰. Cette règle évite le problème du *pressure to tender* (la pression à accepter une offre)⁷¹¹. En effet, si la règle du « *first in, first served* » lui était préférée, les actionnaires se trouveraient face à un « dilemme du prisonnier » : ils seraient incités à accepter le plus rapidement possible l'offre de crainte de voir leur situation péjorée par une acceptation tardive susceptible d'être refusée, même s'ils avaient préféré ne pas vendre^{712/713}.

Cette deuxième règle implique aussi celle du meilleur prix ou *best price rule*⁷¹⁴ : dès qu'une offre publique d'acquisition est publiée⁷¹⁵, si l'offrant acquiert des titres de participations à un prix supérieur à l'offre, il est tenu de l'étendre à tous les des-

⁷⁰⁴ Art. 10 al. 2 *in fine* OOPA.

⁷⁰⁵ Art. 24 al. 2 LBVM.

⁷⁰⁶ Art. 10 al. 1 OOPA.

⁷⁰⁷ Art. 10 al. 4 OOPA.

⁷⁰⁸ Art. 10 al. 4 OOPA.

⁷⁰⁹ C'est-à-dire une offre ne visant pas à acquérir au maximum la totalité des titres de participation cotés.

⁷¹⁰ Tschäni/Oertle (1999), ad art. 24 LBVM, no 15 ; Bernet (1998), p. 178.

⁷¹¹ Bernet (1998), p. 15 et 178.

⁷¹² Le « dilemme du prisonnier » est un problème de choix stratégique : deux cambrioleurs sont arrêtés par la police. Ils ne peuvent pas communiquer et ils sont au courant que la police ne dispose pas des preuves nécessaires pour les accabler.

Dans cette situation, chacun a le choix entre parler à la police ou se taire. Ils savent que s'ils se taisent tous deux, ils bénéficieront d'une peine clémentine ; s'ils avouent tous deux, ils seront tous deux condamnés à une peine raisonnable ; et, si l'un d'entre eux collabore et pas l'autre, le premier sera libéré tandis que le second sera condamné à une peine lourde.

Comme chacun essaie de tirer son épingle du jeu et sait que l'autre en fera de même, tous deux choisissent de collaborer, plutôt que de se taire (ils préfèrent avouer, tant dans l'hypothèse où l'autre avoue que dans l'hypothèse où ce dernier se tait).

Chacun faisant le même raisonnement, ils seront condamnés à une peine raisonnable, alors que s'ils avaient eu la possibilité de se concerter, ils auraient opté pour le silence et auraient donc gagné davantage... Voir notamment Baird/Gertner/Picker (1994), p. 33.

⁷¹³ Tschäni/Oertle (1999), ad art. 24 LBVM, no 15 ; Bernet (1998), p. 178.

⁷¹⁴ Art. 10 al. 6 OOPA.

⁷¹⁵ Selon la pratique de la Commission des OPA, la *best price rule* s'applique dès la publication de l'annonce préalable et non dès la publication du prospectus d'offre publique d'acquisition. Voir la recommandation de la Commission des OPA du 15 janvier 1999, *Offre publique d'acquisition de Deutschen Post International B.V., Amsterdam pour toutes les actions nominatives de Danzas Hol-*

tinataires. Selon la pratique de la Commission des OPA⁷¹⁶, cette règle continue à s'appliquer pendant les six mois suivants l'échéance de l'offre⁷¹⁷.

2. Par les dirigeants de la société visée

Les règles boursières relatives à l'égalité de traitement lors d'offres publiques d'acquisition s'appliquent à l'offrant et non à la société visée ou à son conseil d'administration. Cependant, elles renvoient les membres du conseil d'administration et les autres dirigeants sociaux au droit des sociétés par le biais l'interdiction de mesures de défense inadmissibles⁷¹⁸.

Par ailleurs, le droit boursier oblige aussi le conseil d'administration de la société visée à traiter de la même manière tous les offrants. Cependant, ce devoir ne relève pas de l'égalité de traitement des actionnaires ou des investisseurs mais de la liberté de choix des actionnaires en cas d'offres concurrentes, c'est pourquoi nous examinerons ce devoir ultérieurement, lorsque nous analyserons le devoir du conseil d'administration de respecter cette liberté⁷¹⁹.

D. Offre publique d'acquisition obligatoire, garantie de l'égalité de traitement

1. But de l'institution

Le droit des sociétés n'interdit pas les acquisitions de blocs de contrôle ou le paiement de primes de contrôle qui, tous deux, violent pourtant l'égalité de traitement et peuvent aussi poser problème au regard de la protection des actionnaires mino-

ding AG, Bâle, consid. 1.2 ; Recommandation de la Commission des OPA du 5 mai 1999, *Offre publique d'acquisition d'IMG Fondation de placements immobiliers, Genève aux actionnaires de la Société Immobilière Genevoise, Genève*, consid. 2.1 ; Recommandation de la Commission des OPA du 7 avril 2000, *Offre publique d'acquisition de Tsufa AG, Allschwill pour toutes les actions au porteur de Big Star Holdings AG, Allschwill*, consid. 8.

⁷¹⁶ Recommandation de la Commission des OPA du 15 janvier 1999, *Offre publique d'acquisition de Deutschen Post International B.V., Amsterdam pour toutes les actions nominatives de Danzas Holding AG, Bâle*, consid. 1.2 ; Recommandation de la Commission des OPA du 5 mai 1999, *Offre publique d'acquisition d'IMG Fondation de placements immobiliers, Genève aux actionnaires de la Société Immobilière Genevoise, Genève*, consid. 2.1 ; Recommandation de la Commission des OPA du 7 avril 2000, *Offre publique d'acquisition de Tsufa AG, Allschwill pour toutes les actions au porteur de Big Star Holdings AG, Allschwill*, consid. 8. Cette pratique qui demeure sans fondement légal exprès est héritée de celle développée sous l'ancien Code suisse des OPA (TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 24 LBVM, no 10). *Contra* MEIER-SCHATZ/GASSER (2000a), p. 176-177, qui considèrent qu'implicitement, le texte de l'art. 10 al. 6 OOPA ne s'applique que pendant la durée de l'offre et non après.

⁷¹⁷ Plus précisément pendant les six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire. Art. 14 al. 5 OOPA.

⁷¹⁸ Art. 29 al. 3 LBVM et art. 36 OOPA qui prévoit que les mesures de défense violant manifestement le droit des sociétés sont inadmissibles.

⁷¹⁹ Voir *infra* p. 174 s.

ritaires. Ces opérations privent les autres actionnaires de la possibilité de « sortir » de la société à des termes identiques à ceux dont bénéficie l'aliéateur, détenteur du bloc de contrôle⁷²⁰. De même, le paiement d'une prime de contrôle permet à ce dernier de recevoir en échange de ses actions un prix supérieur à celui auquel les autres peuvent prétendre. Ce cas de figure est d'autant plus problématique que, suite à la prise de contrôle, les actionnaires minoritaires sont exposés à des abus du nouvel actionnaire dominant : ce dernier peut utiliser son pouvoir afin de s'enrichir à leurs dépens⁷²¹.

C'est pourquoi, en matière de sociétés cotées, le législateur suisse, à l'exemple du City Code anglais et des différentes propositions de directive européenne concernant les offres publiques d'acquisition⁷²², a mis en place une obligation de présenter une offre dans certains cas de prise de contrôle⁷²³. Cette institution, d'une part, garantit une certaine égalité de traitement des actionnaires et, d'autre part, prévient toute possibilité d'abus de majorité⁷²⁴.

Cette obligation est toutefois de nature supplétive : l'assemblée générale peut modifier les statuts et l'exclure⁷²⁵ ou monter le seuil déterminant pour la déclencher jusqu'à 49% des droits de vote⁷²⁶. Ces modifications doivent recueillir la majorité ordinaire de l'article 703 CO⁷²⁷ et, comme toutes les décisions sociales, peuvent être contestée par la voie de l'action en annulation⁷²⁸.

Hormis ces deux cas, le régime de l'offre publique d'acquisition est impératif. La décision de la Commission fédérale des banques dans l'affaire *Esec Holding AG et Unaxis Holding AG* a exclu qu'une société puisse dispenser, dans un cas déterminé, un acquéreur de l'obligation de publier une offre par une clause d'*opting-out* partiel⁷²⁹. Bien que cette décision réponde à la systématique légale, elle méconnaît

⁷²⁰ KUNZ (2001), § 10, no 126 et note 328.

⁷²¹ KUNZ (2001), § 10, no 150–151.

⁷²² Le Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 février 1993 (FF 1993 I 1317, no 25.9) fait expressément référence à ces deux ordres juridiques.

⁷²³ Art. 32 LBVM.

⁷²⁴ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1317, no 25.9 ; KUNZ (2001), § 10, no 150–151.

⁷²⁵ Art. 22 al. 2 et 3 LBVM.

⁷²⁶ Art. 32 al. 1 *in fine* LBVM. Le projet du Conseil fédéral prévoyait que la réglementation sur les offres publiques d'acquisition avait un caractère facultatif : selon l'art. 22 du P-LBVM, les sociétés cotées pouvaient choisir de se soumettre ou non au chapitre 5 de la LBVM (FF 1993 V 1350).

⁷²⁷ BERNET (1998), p. 222.

⁷²⁸ Voir expressément l'art. 22 al. 3 LBVM. VON DER CRONE (1997b), p. 51. Avant la cotation des actions de la société, les actionnaires ne pourront se plaindre que de vices formels liés à l'introduction de cette clause ; ils ne pourront pas se prévaloir d'un préjudice non justifié par le but social. Dans ce sens, VON DER CRONE (1997b), p. 51, exclut toute action en annulation avant la cotation. Son analyse se fonde sur la différence entre le texte de l'art. 22 al. 2 LBVM applicable à l'*opting out* avant la cotation qui ne mentionne pas l'action en annulation et le texte de l'art. 22 al. 3 LBVM applicable à l'*opting out* après la cotation qui réserve expressément cette voie de droit.

⁷²⁹ Décision de la CFB du 23 juin 2000, *Esec Holding AG et Unaxis Holding AG*, Bull. CFB 41 (2000), p. 60.

le principe « qui peut le plus, peut le moins » et contredit l'esprit de la loi : les actionnaires ne sont-ils pas mieux protégés lorsqu'ils renoncent à l'offre publique d'acquisition obligatoire dans un cas déterminé que quand ils suppriment de façon absolue par un *opting-out* ce moyen de protection ?

2. Obligation de présenter une offre

a) Principe

Toute personne (ou groupe de personnes) qui acquiert directement ou indirectement plus de 33¹/₃% des droits de vote d'une société doit présenter une offre portant sur tous les titres cotés de cette société⁷³⁰. Ce seuil peut être franchi par un comportement actif, par exemple, l'acquisition d'actions – en bourse ou hors bourse⁷³¹ – ou la conclusion d'une convention sur l'exercice des droits de vote⁷³². L'inaction de l'acquéreur peut aussi causer un franchissement de seuil⁷³³ : par exemple, si la société réduit son capital en annulant des actions propres, elle réduit le nombre total d'actions et de droits de vote, augmentant la participation de chaque actionnaire⁷³⁴. De même, lors d'une fusion par absorption, un actionnaire dominant de la société absorbée peut recevoir en échange de ses actions celles d'une société cotée représentant plus de 33¹/₃% des droits de vote⁷³⁵.

L'offre publique obligatoire permet à tous les titulaires d'actions cotées en bourse de sortir de la société sans pour autant les y contraindre⁷³⁶. Ce droit de « sortie » protège les actionnaires minoritaires et leur garantit que l'actionariat ne va pas être modifié sans leur consentement : s'ils n'acceptent pas sa modification, ils ont le droit de « sortir » de la société, en vendant leurs actions dans le cadre de l'offre publique obligatoire. Cette institution leur confère ainsi un droit de ne pas être réduit à l'état de minoritaire au sein d'une société contrôlée par un ou plusieurs actionnaires dominants⁷³⁷.

⁷³⁰ Art. 32 al. 1 LBVM.

⁷³¹ KÖPFLI (2000), p. 159.

⁷³² KÖPFLI (2000), p. 160.

⁷³³ KÖPFLI (2000), p. 159–160.

⁷³⁴ Dans cette hypothèse, l'actionnaire peut demander une exonération de l'obligation de présenter une offre. Art. 32 al. 2 lit. b LBVM.

⁷³⁵ Dans cette dernière hypothèse, l'obligation de présenter une offre peut être aisément évitée par des mesures de planification adéquates : si l'actionnaire de contrôle dominait la société absorbante et non la société absorbée, il verrait sa participation diminuer et, dans la mesure où il ne procéderait pas à une acquisition d'actions ou de droits de vote, il ne serait pas tenu de présenter une offre !

⁷³⁶ KÖPFLI (2000), p. 51 ; VON DER CRONE (1997b), p. 46 s. ; VON BÜREN/BÄHLER (1996), p. 401.

⁷³⁷ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1317, no 25.9 ; PETITPIERRE-SAUVAIN (1995), p. 649 ; HOFSTETTER (1999), ad art. 32 LBVM, no 3 ; KUNZ (2001), § 10, no 151.

b) Exceptions

L'offre obligatoire, on l'a dit, protège à titre préventif les petits actionnaires, lors d'une prise de contrôle. Face à la difficulté d'identifier cet événement par un seuil qualitatif, le législateur suisse recourt à un critère quantitatif : dès qu'un acquéreur détient plus de 33 $\frac{1}{3}$ % des droits de vote, il est présumé avoir pris le contrôle. Cette limite est fondée sur la réalité des sociétés publiques. A cause de la passivité d'un sociétariat dispersé, un actionnaire avec une participation non majoritaire peut souvent déterminer seul de la gestion de la société⁷³⁸.

Pendant, ce critère abstrait ne correspond pas nécessairement à une prise de contrôle. L'acquéreur doit donc être exonéré de son obligation de publier une offre, lorsque, nonobstant un franchissement de seuil, il ne prend pas le contrôle ou, du moins, lorsque sa domination ne porte pas préjudice aux autres actionnaires⁷³⁹. Sans entrer dans les détails, cette condition est réalisée dans les cas suivants : lorsqu'une acquisition est temporaire et exempte de toute volonté d'exercer le contrôle⁷⁴⁰ ; lorsque l'acquisition a lieu dans le cadre de souscription d'actions par un syndicat d'émission⁷⁴¹ ; enfin, lorsque l'acquéreur ne peut pas contrôler la société, parce qu'un ou plusieurs autres actionnaires détiennent une participation plus importante⁷⁴².

De même, la situation des minoritaires n'est pas péjorée, si le franchissement du seuil ne transfère pas le contrôle, mais n'est que le reflet d'une réorganisation interne du groupe dominant⁷⁴³, par exemple, lorsqu'un membre de ce groupe transfère des actions à un autre⁷⁴⁴.

Enfin, l'offre publique d'acquisition est contre-productive, lorsqu'un intérêt social prépondérant justifie de mettre au second plan la protection des minoritaires, par exemple lors d'assainissements⁷⁴⁵. L'intérêt actuel de maintenir la société en vie et de continuer d'exploiter l'entreprise est alors prépondérant, par rapport à la volonté de protéger à titre préventif les futurs actionnaires minoritaires⁷⁴⁶. Dans ce cas aussi, il se justifie de renoncer à l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition.

⁷³⁸ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1317, no 25.9.

⁷³⁹ KUNZ (2001), § 10, no 155.

⁷⁴⁰ Art. 32 al. 3 lit. c LBVM.

⁷⁴¹ Art. 33 al. 1 lit. a OBVM-CFB.

⁷⁴² Art. 34 al. 1 lit. a OBVM-CFB.

⁷⁴³ Art. 32 al. 3 lit. a LBVM.

⁷⁴⁴ Art. 34 al. 2 lit. b OBVM-CFB.

⁷⁴⁵ Art. 32 al. 1 lit. e LBVM et art. 33 al. 1 OBVM-CFB.

⁷⁴⁶ Voir la Recommandation de la Commission des OPA du 21 novembre 2000, *Complet-e* ; Recommandation de la Commission des OPA du 29 mai 2000, *Banque cantonale de Genève*.

3. Prix minimal

L'offrant doit proposer un prix égal au cours de bourse qui ne doit pas être inférieur au 25% du prix le plus élevé payé par l'offrant lors des douze derniers mois⁷⁴⁷. Cette réglementation stricte du prix de l'offre renforce le droit de sortie des actionnaires à deux titres : premièrement, elle empêche l'offrant de proposer un prix si bas que les actionnaires n'auraient aucun intérêt à l'accepter⁷⁴⁸. Deuxièmement, elle garantit le caractère équitable d'une prime de contrôle payée avant l'offre publique d'acquisition.

Ce second but modifie la conception suisse du contrôle social. Comme le note BÖCKLI, il consacre l'évolution d'une tradition continentale vers celle du City Code on Takeovers and Mergers, d'un régime où la prime de contrôle appartient aux majoritaires⁷⁴⁹ vers un système où elle est partagée entre tous les actionnaires⁷⁵⁰. Toutefois, l'ordre juridique suisse, contrairement à son homologue anglais, ne garantit pas une égalité de traitement complète⁷⁵¹. L'offrant peut en effet verser une prime avant l'offre publique : celle-ci, pour autant qu'elle soit convenue avant la

⁷⁴⁷ Art. 32 al. 4 LBVM et art. 37–43 OBVM CFB. Lorsque l'acquisition est réalisée par l'exercice de droits d'options, la pratique de la Commission distingue dans le prix payé par l'acquéreur la composante recouvrant la valeur de l'option de la prime de contrôle à proprement parler. Recommandation de la Commission des OPA du 26 mars 2002, *Bank Sarasin & Cie, Bâle*, consid. 4.

⁷⁴⁸ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1318, no 25.9. PETER (1999c), p. 14.

Voir, en droit français, l'art. 5.1.9 du Règlement général du Conseil des marchés financiers prévoyant que, pour apprécier la recevabilité d'un projet d'offre, le Conseil des marchés financiers examine entre autres « le prix ou la parité d'échange, en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée ». Selon VIANDIER, ce pouvoir de contrôle du prix revêt un aspect essentiel lors des offres obligatoires pour éviter que l'offrant soit tenté de présenter une offre à un prix trop bas afin de décourager les cessionnaires et d'échapper à son obligation. VIANDIER (1997), no 947.

⁷⁴⁹ Ce régime reste applicable en France pour les sociétés non cotées. COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY (2002), no 1836. Toutefois, s'agissant de sociétés cotées, les art. 5–4–1 et 5–4–2 du Règlement général du Conseil des marchés financiers contraignent l'acquéreur d'un bloc de titres permettant de détenir la majorité du capital ou des droits de vote d'une société à garantir aux autres actionnaires la possibilité de vendre, pendant dix jours, leurs actions à un prix égal ou supérieur à celui payé pour le bloc. Des ajustements peuvent être prévus pour tenir compte des particularités de la vente du bloc comme des garanties couvrant des risques particuliers ou un règlement différé du prix de vente. COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY (2002), no 1836 ; VIANDIER (1999), nos 2315–2429.

⁷⁵⁰ BÖCKLI (1996), no 1660d. Voir la réflexion de PETITPIERRE-SAUVAIN (1995), p. 650 ; WATTER (1993), p. 121–122, sur le principe d'égalité de traitement en droit des sociétés, prévu à l'art. 717 al. 2 CO. *Contra* WATTER (2002b), p. 3 ; WATTER (1990), no 600 ; HÜNERWADEL (1995), p. 89.

⁷⁵¹ Le General Principle 1 du City Code on Takeovers and Mergers ancre l'égalité de traitement entre les actionnaires, comme principe fondamental du régime anglais. Cette notion est concrétisée par la Rule 6.1 et 6.2 du City Code on Takeovers and Mergers. Selon ces règles, d'une part, l'offre ne saurait être moins favorable que les termes d'acquisitions d'actions effectuées dans les trois mois précédant l'offre. D'autre part, si, pendant qu'une offre est pendante ou peu après la fin de la période d'acceptation, l'offrant acquiert des actions à un prix supérieur au prix de l'offre, cette dernière devra être modifiée pour correspondre au moins au prix d'acquisition des actions.

publication de l'offre publique d'acquisition, peut représenter jusqu'à 33 $\frac{1}{3}$ % du prix offert^{752/753}.

La loi sur les bourses ne garantit donc pas une répartition égale de la prime de contrôle, mais tolère certaines inégalités⁷⁵⁴. Néanmoins, malgré ces exceptions, dans son fondement, l'offre publique obligatoire consacre la théorie du contrôle comme actif social détenu par tous les actionnaires et, à défaut d'une véritable égalité de traitement, elle assure un partage équitable de la prime de contrôle⁷⁵⁵.

Le droit positif suisse ne permet pas de franchir le pas et d'instaurer une telle égalité de traitement quant à la prime de contrôle par une clause dite d'*opting-equal*⁷⁵⁶. Ce procédé contredirait en effet le principe fondamental du droit des sociétés anonymes, selon lequel les actionnaires n'ont pas d'autre obligation que celle de libérer leurs actions⁷⁵⁷. Dès lors, à défaut d'une base légale expresse, une telle clause n'est pas valable en droit suisse, bien qu'elle soit désirable *de lege ferenda* et qu'elle soit prévue à titre impératif en droit anglais⁷⁵⁸ et en droit français.⁷⁵⁹

IV. Synthèse

Le droit des sociétés et le droit boursier, loin de se faire concurrence en matière d'égalité de traitement, se complètent largement. L'égalité de traitement du droit des sociétés s'impose aux administrateurs et autres dirigeants sociaux dans leurs rapports avec les actionnaires. Elle déploie ses effets dans les domaines liés à l'information des actionnaires, aux mesures de défense et, dans une moindre mesure, aux opportunités d'investissement.

En revanche, elle n'est guère équipée pour régler la problématique des primes de contrôle lors des offres publiques d'acquisition ou des prises de contrôle par

⁷⁵² La prime de 33 $\frac{1}{3}$ % du prix stipulé par l'offre publique est équivalente à une prime qui n'est pas inférieur de plus de 25% du prix le plus élevé que l'offrant a payé au cours des douze derniers mois. Art. 32 al. 4 LBVM.

⁷⁵³ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1317, no 25.9. qui considère que le versement de la prime à l'ancien actionnaire dominant est légitime, parce que la cession d'un paquet de contrôle ne doit pas être assimilée à une simple cession d'actions. HOFSTETTER (1999), ad art. 32 LBVM, no 53. Toutefois, contrairement à ce qui était le cas sous l'empire du Code suisse des OPA qui admettait sans limites le paiement de primes de contrôle (voir PETER (1990), p. 160), l'étendue de la prime est maintenant limitée.

⁷⁵⁴ BERNET (1998), p. 232-233 ; HOFSTETTER (1999), ad art. 32 LBVM, no 53.

⁷⁵⁵ BÖCKLI (1996), no 1660d ; HOFSTETTER (1999), ad art. 32 LBVM, no 4.

⁷⁵⁶ Communication no 2 de la Commission des OPA : l'offre obligatoire du 21 juillet 1997 ; KUNZ (2001), § 6, no 296. *Contra* VON DER CRONE (2000c), p. 233.757 Voir l'art. 680 al. 1 CO ; Communication no 2 de la Commission des OPA : l'offre obligatoire du 21 juillet 1997 ; KUNZ (2001), § 6, no 296.

⁷⁵⁸ Rule 6.1 du City Code on Takeovers and Mergers.

⁷⁵⁹ Art. 5-4-2 al. 1 du Règl. gén. CMF applicable à la procédure de garantie de cours, comparable à la procédure d'offre publique obligatoire du droit suisse.

acquisition d'actions, plus généralement. Le droit boursier prend alors la relève. Non content de renforcer l'égalité de traitement des actionnaires investisseurs en matière d'information, le droit boursier postule un devoir général de traiter de la même manière les destinataires de l'offre qui s'étend du prix, jusqu'aux acceptations.

Plus encore, par un régime juridique auquel il peut être dérogé, le droit des offres publiques d'acquisition s'attaque à la problématique des primes de contrôle, en garantissant l'égalité de traitement des investisseurs : d'une part, il offre à tous les actionnaires le droit de vendre leurs actions. D'autre part, il limite le montant de la prime de contrôle à 33 $\frac{1}{3}$ % du prix offert aux actionnaires ordinaires. Le droit boursier n'interdit donc pas le paiement d'une prime de contrôle. Il se contente d'en plafonner le montant, ne s'attaquant qu'aux inégalités crasses.

§ 5 Conclusion

Les devoirs généraux des membres du conseil d'administration délimitent le cadre du comportement de ces derniers : premièrement, ils doivent faire preuve de diligence dans l'exercice de leur activité. Ensuite, ils doivent être fidèles à la société. Ils sont donc tenus, d'une part, de rechercher l'intérêt de la société, c'est-à-dire son intérêt à accroître son profit afin de remplir son but lucratif. D'autre part, ils ne peuvent pas se laisser distraire par d'autres causes. Enfin, ils doivent traiter tous les actionnaires sur un pied d'égalité.

Les membres du conseil d'administration disposent donc d'un large pouvoir d'appréciation quant à la substance de leurs décisions, le droit des sociétés concentrant son analyse sur la qualité du processus. S'ils s'informent et se donnent le temps de participer au débat sur l'opportunité de la décision, envisageant les différentes alternatives, ils sont réputés avoir rempli leur devoir de diligence. De même, s'ils prennent des mesures afin d'éviter les conséquences négatives des conflits d'intérêts pour la société, ils sont présumés avoir agi dans l'intérêt de la société. Le contenu de la décision n'est jugé que s'ils n'ont pas adopté et suivi ces précautions procédurales.

Ces devoirs généraux se mettent aussi en œuvre lors des opérations de fusions et acquisitions. Les besoins en information et le temps nécessaire pour prendre une décision éclairée sont alors plus conséquents en raison de la complexité de ces opérations : le conseil d'administration doit, sauf cas particulier, recourir à des spécialistes externes, financiers, juristes, etc. Il en va de même pour les mesures exigibles afin d'éviter les conflits d'intérêts. Enfin, l'égalité de traitement prend une dimension toute particulière lors de cessions de contrôle : dans ces circonstances, l'intérêt des actionnaires est disjoint de celui de la société. Ce principe garantit alors qu'aucun actionnaire ne bénéficie d'un avantage indu au détriment des autres (ou inversement, ne subisse un préjudice indu).

Si l'on compare les devoirs généraux à la répartition des compétences, bien que l'affirmation paraisse être une lapalissade, les premiers ont un mérite incomparable : en tant que règles générales, ils s'appliquent à l'ensemble des fusions et acquisitions et homogénéisent ce domaine, une cohérence qui contraste ainsi avec la complexité du système de répartition des compétences.

CHAPITRE 4 DEVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION LORS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS AMICALES

§ 1 Introduction

I. Problèmes propres aux fusions et acquisitions amicales

Le conseil d'administration participe activement aux fusions et acquisitions amicales : il choisit le partenaire et négocie les termes de la transaction. Puis, il la présente aux actionnaires et la soutient. Ce chapitre est consacré à l'examen de ses devoirs. Après une brève présentation du cadre applicable lors de ces opérations, nous allons nous pencher sur trois problèmes saillants qui, certes, existent aussi lors des tentatives de prise de contrôle hostile, mais qui occupent surtout le devant de la scène lors des opérations amicales.

D'abord, quelle est la marge de manœuvre du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions ? Est-il obligé d'entreprendre ces opérations ? Doit-il négocier avec tous les partenaires potentiels ? Lors de cessions de contrôle, est-il tenu de vendre la société au plus offrant ? Est-ce qu'il en va de même lorsque les intérêts des actionnaires divergent de l'intérêt de la société ?

Ensuite, quels sont les liens entre le rôle du conseil d'administration lors des négociations et la compétence décisionnelle de l'assemblée générale ? Dans quelle mesure le conseil peut-il engager la société à conclure des fusions et acquisitions par des outils contractuels comme les clauses de protection d'accord (*lock-up*, etc.), alors que la compétence formelle revient à l'assemblée générale ?

Enfin, comment interagissent les devoirs généraux des membres du conseil d'administration avec les obligations précontractuelles suscitées par la tenue de pourparlers avec un partenaire potentiel ?

II. Liens avec les devoirs généraux

Les devoirs de négociation s'inscrivent dans le cadre du droit des sociétés et du droit boursier. Les principes sur la répartition des compétences et les trois obligations générales de diligence, de fidélité et d'égalité de traitement répondent à la plupart des questions évoquées ci-dessus. Le conseil d'administration négocie toutes les fusions et acquisitions. Lorsqu'il est compétent, il peut même les accepter, tandis que dans les autres cas, il lui incombe de les proposer à l'assemblée générale.

De même, ses membres doivent se comporter avec diligence et fidélité et traiter tous les actionnaires sur un pied d'égalité, lorsqu'ils négocient, acceptent ou proposent à l'assemblée générale des fusions et acquisitions. Ils jouissent cependant d'un large pouvoir d'appréciation afin d'identifier l'intérêt social⁷⁶⁰.

Leur décision est présumée diligente, s'ils satisfont les quatre exigences procédurales suivantes : premièrement, ils doivent être libres de tout conflit d'intérêts lié à la transaction (ou, du moins, avoir pris des mesures adéquates pour prévenir leurs conséquences néfastes). Deuxièmement, ils sont obligés d'agir dans ce qu'ils estiment de bonne foi correspondre à l'intérêt social. Troisièmement, ils doivent s'informer des risques et opportunités liés à l'opération, par une réflexion autonome ou par des avis de spécialistes, quand ils ne disposent pas de compétences nécessaires. Ils sont tenus d'éclaircir les points obscurs ou contradictoires. Enfin, ils doivent avoir pris le temps nécessaire pour étudier l'opportunité de la décision.

Ils bénéficient de ce large pouvoir d'appréciation tout au long du processus, de la réflexion stratégique initiale sur l'opportunité d'une croissance externe, jusqu'à la décision finale de conclure ou, du moins, de proposer à l'assemblée le projet négocié, en passant par la décision d'entamer des pourparlers avec un partenaire déterminé. Cette règle sous-entend que les opérations de fusions et acquisitions relèvent dans l'optique du conseil d'administration de la haute direction de la société, même lorsqu'elles transfèrent le contrôle⁷⁶¹.

§ 2 Obligation de vendre la société au plus offrant ?

Lors de certaines fusions et acquisitions, la jurisprudence américaine impose au conseil d'administration un devoir de vendre la société au plus offrant. Quelques auteurs ont essayé d'importer cette obligation en droit suisse⁷⁶².

Ce postulat pose deux problèmes : premièrement, il déroge, en apparence du moins, à l'obligation de poursuivre l'intérêt social. Deuxièmement, même si l'on considère que ce dernier est mieux servi par une vente au plus offrant, un devoir de vendre au plus offrant restreint le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration.

⁷⁶⁰ Comp. § 6.01(a) Principles of Corporate Governance : « *The board of directors, in the exercise of its business judgment, may approve, reject, or decline to consider a proposal to the corporation to engage in a transaction in control.* »

Ce principe entraîne deux conséquences : d'abord, le conseil d'administration n'a aucun devoir spécifique de procéder à des fusions et acquisitions. Ensuite, comme corollaire de la première règle, sa décision relève fondamentalement de la gestion et doit, par conséquent, être évaluée conformément à la *business judgment rule*. Comment c to § 6.01 Principles of Corporate Governance, p. 390.

⁷⁶¹ Voir le Comment c to § 6.01 Principles of Corporate Governance, p. 390.

⁷⁶² PETER (2001), p. 109 ; MEIER-SCHATZ (1995), p. 191–192.

Pour répondre à ces questions, nous nous tournerons vers la source première de cette obligation, le droit américain. Fort d'une meilleure compréhension, nous analyserons comment elle interagit avec les principes généraux et les devoirs spécifiques du cadre juridique applicable aux fusions et aux offres publiques d'acquisition.

I. En droit américain

Il existe en droit américain une tendance à obliger le conseil d'administration à vendre la société au plus offrant. Ce devoir répond à un souci d'efficacité économique : elle assure la maximisation de la prétention résiduelle des actionnaires. Cependant, elle peut être mise en œuvre de deux façons : soit elle restreint le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration, soit elle s'inscrit dans le cadre de la *business judgment rule*, cette présomption réduisant alors la portée pratique de cette obligation.

A. «Revlon duties» en droit du Delaware

Selon la première lecture de cette règle, le conseil d'administration est soumis à un véritable devoir juridique de vendre la société au plus offrant. Il doit créer des conditions analogues à celles d'une vente aux enchères, afin d'identifier l'acquéreur disposé à proposer le meilleur prix. Sa marge d'appréciation se limite à choisir les mesures concrètes destinées à favoriser la création d'un tel environnement.

Le droit du Delaware a adopté cette lecture suite aux décisions *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*⁷⁶³ et *Cede & Co v. Technicolor*⁷⁶⁴. Selon cette jurisprudence, dès que le conseil d'administration envisage, spontanément ou en réaction à une offre publique d'acquisition hostile, de céder le contrôle ou de liquider tout ou partie de la société, il lui appartient d'agir comme un *fair auctioneer*⁷⁶⁵.

Cette règle ne l'oblige pas à vendre l'entreprise au plus offrant. Selon l'arrêt *Paramount Communication Inc v. QVC Networks Inc.*, le conseil doit tenir compte de toutes les circonstances : il doit analyser la valorisation des différentes offres, leur faisabilité et leur équité, la solidité du financement, disponible ou envisagé, et

⁷⁶³ *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁷⁶⁴ *Cede & Co v. Technicolor*, 634 A.2d 956 (Del. 1993).

⁷⁶⁵ *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140, p. 1150 (Del. 1990) ; *Mills Acquisition Co v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, p. 1285 (Del. 1989) ; *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, p. 182 (Del. 1986) :

« However, when Pantry Pride increased its offer to \$50 per share, and then to \$53, it became apparent to all that the break-up of the company was inevitable. The Revlon board's authorization permitting management to negotiate a merger or buyout with a third party was a recognition that the company was for sale. »

l'identité de l'offrant⁷⁶⁶. C'est pourquoi ses membres doivent s'informer sur tous les points essentiels, afin d'identifier l'alternative la plus avantageuse pour les actionnaires⁷⁶⁷. Au terme de cette analyse, le conseil d'administration peut favoriser une offre peu engageante d'un point de vue pécuniaire, si elle s'avère plus attrayante à la lumière des circonstances d'espèce. Cette précision nuance l'étendue de l'obligation de vendre au plus offrant.

B. *Application de la business judgment rule par les Principles of Corporate Governance*

Une lecture alternative de l'obligation de vendre au plus offrant laisse intact le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration : ce dernier peut susciter des enchères, s'il estime que cette voie sert mieux l'intérêt social. Il peut y renoncer, s'il pense avoir d'emblée identifié le meilleur acquéreur possible. Il a aussi la possibilité d'y mettre un terme, dès qu'il considère de bonne foi et sur une base informée avoir trouvé la meilleure solution pour la société et ses actionnaires.

L'American Law Institute a suivi ce deuxième point de vue dans ses *Principles of Corporate Governance*. Ce *restatement* des devoirs du conseil d'administration applique la *business judgment rule* à la négociation de cessions de contrôle et laisse le conseil d'administration choisir l'acquéreur⁷⁶⁸. Il n'est donc pas tenu de procéder à des enchères pour garantir une vente de la société à un prix équitable, mais peut se contenter de négocier avec un seul partenaire, le cas échéant lui assurant même l'exclusivité⁷⁶⁹.

Les *Principles of Corporate Governance* prévoient une exception à cette règle, lorsque des administrateurs ou des membres de la direction supérieure sont intéressés personnellement à une prise de contrôle, comme lors d'un *management buy-out*. Dans ce cas, tout acquéreur potentiel, s'il le désire, doit recevoir les informations nécessaires et avoir une opportunité raisonnable de présenter une offre aux administrateurs non intéressés à la première transaction. A défaut, celle-ci est présumée inéquitable⁷⁷⁰. En d'autres termes, l'American Law Institute utilise le marché plutôt que le juge pour vérifier l'équité de ces opérations empreintes de conflits d'intérêts⁷⁷¹.

⁷⁶⁶ *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34, p. 44 (Del. 1994) ; *Barkan v. Amsted Indus., Inc.*, 567 A.2d 1279, p. 1286 (Del. 1989) ; *Mills Acquisition Co v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, p. 1287 (Del. 1989).

⁷⁶⁷ *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34, p. 45 (Del. 1994).

⁷⁶⁸ § 6.01(a) *Principles of Corporate Governance* ; Comment d(1) to § 6.01 *Principles of Corporate Governance*, p. 395.

⁷⁶⁹ Comment d(1) to § 6.01 *Principles of Corporate Governance*, p. 395.

⁷⁷⁰ § 5.15(b) et (c) *Principles of Corporate Governance*. Voir le Comment (3) to § 5.15 *Principles of Corporate Governance*, p. 367 ss.

⁷⁷¹ Comment (3) to § 5.15 *Principles of Corporate Governance*, p. 365.

II. En droit suisse

A. Pouvoir d'appréciation du conseil d'administration

1. En général

En droit suisse, sous réserve des règles spéciales applicables aux fusions, scissions et offres publiques d'acquisition, les membres du conseil d'administration bénéficient d'un pouvoir d'appréciation lors des fusions et acquisitions. Leurs obligations générales ne leur imposent pas de vendre la société au plus offrant lors de cessions de contrôle ou de regroupements d'entreprise. Néanmoins, elles les obligent à la gérer diligemment et conformément à son intérêt. Ils doivent donc s'assurer que la gestion des ressources sociales est la plus profitable possible.

Comme nous l'avons vu précédemment⁷⁷², lors de cessions d'actifs et passifs ou d'acquisitions contre un paiement en espèces, l'intérêt des actionnaires est en corrélation directe avec celui de la société : si cette dernière réalise une mauvaise affaire, les premiers en pâtiront par une diminution de la valeur de leurs titres.

Ce n'est que lors d'opérations impliquant un transfert d'actions, comme les fusions ou les cessions d'actions de la société, que les actionnaires peuvent être lésés sans que la société le soit. Néanmoins, même dans ces circonstances, cette divergence d'intérêts est exceptionnelle : le partenaire ou l'acquéreur optimal de la société est aussi celui qui attribue la plus haute valeur aux actions. Comme il peut retirer le plus d'avantages d'un regroupement ou d'une prise de contrôle de la société, il doit être disposé à payer un prix adéquat aux actionnaires pour leurs actions. C'est pourquoi les membres du conseil d'administration sont tenus de s'assurer du caractère équitable de l'évaluation des actions avant d'approuver une transaction opportune pour la société.

Les principes protecteurs des actionnaires confortent cette analyse. Ils obligent le conseil d'administration à s'assurer que les actionnaires ne seront pas lésés par la transaction⁷⁷³. Lorsque le conseil d'administration estime que la bonne et fidèle gestion passe par des fusions et acquisitions, il doit donc vérifier aussi le caractère équitable du prix offert aux actionnaires⁷⁷⁴. En d'autres termes, il est tenu de s'assurer que les actions ne sont pas diluées par l'émission de nouveaux titres ou que le prix est adéquat, compte tenu des alternatives envisageables^{775/776}.

⁷⁷² Voir *supra* p. 112 ss.

⁷⁷³ Art. 706 al. 1 ch. 3 CO ; ce principe est expressément prévu pour les cas d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel par l'art. 652b al. 2 *i.f.*

⁷⁷⁴ WATTER (1990), no 743. Voir HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 995, qui prend en compte ce devoir dans le cadre de la prise de position du conseil. *Contra* BOHRER (1997), § 12, nos 9–10.

⁷⁷⁵ La deuxième branche de l'alternative pourra, par exemple, conduire à un désinvestissement partiel ou même à la dissolution et à la liquidation de la société. Voir WATTER (1990), no 743.

⁷⁷⁶ Voir, s'agissant de l'émission d'actions, les principes discutés dans l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision AG*, ATF 121 III 219, JT 1996 I 162, 1.d.bb, p. 172–173 ; arrêt du

Néanmoins, lors de cessions de contrôle par une prise de participation, il doit rechercher l'intérêt de la société à accroître la rentabilité de son capital. Il n'est pas obligé de mettre les actionnaires en position de vendre au plus offrant. En d'autres termes, il n'est pas tenu d'identifier n'importe quel offrant disposé à payer le prix le plus élevé, mais seulement ceux qui sont capables de rendre la société plus rentable.

Ce dernier élément constitue la principale différence entre notre analyse de la situation en droit suisse et la jurisprudence américaine *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*⁷⁷⁷. En effet, le droit suisse des sociétés, à raison, ne conçoit pas la cession de contrôle comme une opération analogue à une liquidation sur le modèle de l'arrêt *Revlon*. C'est pourquoi il oblige le conseil d'administration à se soucier en premier lieu de l'intérêt de la société à accroître sa profitabilité et non de celui des actionnaires de vendre la société au plus offrant⁷⁷⁸.

Cette conclusion peut être nuancée lors de liquidations de fait. Les membres du conseil d'administration n'ont alors plus de devoir de gérer avec diligence et fidélité les intérêts de la société. En tant que liquidateurs, ils doivent réaliser les actifs diligemment⁷⁷⁹ et donc céder les actifs sociaux au plus offrant⁷⁸⁰. Néanmoins, même dans cette hypothèse, leur pouvoir d'appréciation demeure très large : ils peuvent choisir le mode de réalisation opportun. Ils ne sont pas tenus de procéder à des enchères ni même de sonder les différents acquéreurs intéressés⁷⁸¹. En définitive, même lors de liquidations de fait, la proximité avec les devoirs résultant de *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* n'est qu'apparente.

Lors de toutes ces opérations, le conseil d'administration conserve un large pouvoir d'appréciation. Il n'est pas tenu de procéder à des enchères ou d'offrir à tout éventuel acquéreur la possibilité de lui présenter une offre. Il peut par exemple s'adresser à certains partenaires existants de la société, avec lesquels il existe des synergies importantes. Il peut aussi rechercher in *abstracto* le partenaire idéal et, après l'avoir identifié, l'inviter à procéder à un regroupement.

Tribunal fédéral du 25 juin 1991, *Association Canes c. Nestlé S.A.*, ATF 117 II 290, consid. 4.e.cc, p. 302. Comp. l'arrêt du Tribunal fédéral du 3 avril 1973, *Ringier c. Weltwoche-Verlag Karl von Schumacher & Co AG*, ATF 99 II 55, consid. 3, p. 59-61. Voir *Trigo Trindade/Bahar* (2002), p. 401 ; KUNZ (2001), § 8, no 84 ; BÖCKLI (1996), no 1500b ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 39, nos 95 ss, en général, et, s'agissant de l'applicabilité au conseil d'administration de ce principe, § 30, no 20.

⁷⁷⁷ Comp. BOHRER (1997), § 12, nos 3-16 et Inderbitzin (1993), p. 169.

⁷⁷⁸ *Contra* Inderbitzin (1993), p. 169, qui se fonde sur la doctrine américaine.

⁷⁷⁹ Voir l'art. 743 al. 1 CO ; BÜRGI/NORDMANN (1979), ad art. 744 CO, no 37.

⁷⁸⁰ Inderbitzin (1993), p. 263.

⁷⁸¹ Voir l'art. 743 al. 4 CO qui prévoit que les liquidateurs sont, sous réserve d'une décision de l'assemblée générale, libres de choisir le mode de réalisation des actifs ; BÖCKLI (1996), no 1959b. Selon BÖCKLI (1996), no 1959b et BÜRGI/NORDMANN (1979), ad art. 744 CO, no 43, les liquidateurs peuvent même décider de vendre l'entreprise comme un tout sans autorisation expresse de l'assemblée générale.

2. En matière d'évaluation

Après avoir choisi son partenaire, le conseil d'administration est aussi libre d'apprécier comment conduire les négociations. Il peut aussi sélectionner la méthode d'évaluation appropriée⁷⁸². Il exerce sa discrétion pour déterminer la valeur des sociétés, des actions ou des actifs transférés et pour fixer le prix ou le rapport d'échange. Il peut se fonder sur la valeur boursière, sur la valeur de substance, par exemple en examinant les actifs net de la société, ou sur la valeur de rendement, c'est-à-dire en se basant sur les perspectives de revenus futurs, notamment la méthode du *discounted cash-flow*⁷⁸³, ces différents procédés pouvant bien entendus être combinés. En d'autres termes, le droit suisse ne connaît pas non plus une méthodologie légale pour évaluer des entreprises lors des fusions et acquisitions⁷⁸⁴.

Le conseil d'administration peut aussi prendre en compte des éléments non financiers⁷⁸⁵ et, par exemple, compenser la suppression d'avantages afférents à des actions à droit de vote privilégié. Selon RECORDON, il aurait même l'obligation de procéder à ces ajustements, afin d'atténuer d'éventuelles conséquences préjudiciables d'une perte de contrôle⁷⁸⁶.

En synthèse, en matière de fusions et acquisitions, le conseil d'administration bénéficie d'un pouvoir d'appréciation comparable à la *business judgment rule*⁷⁸⁷. Ainsi, il est libre de choisir la technique de fusions et acquisitions adéquate. Il n'est pas tenu de conduire des enchères, bien que celles-ci soient un des meilleurs outils pour garantir un prix optimal⁷⁸⁸. Ses choix ne sont remis en question qu'en cas d'abus de ce pouvoir : par exemple, lorsqu'il favorise ses propres intérêts au détri-

⁷⁸² Concernant la fusion BÖCKLI (1996), no 294i ; RECORDON (1993), p. 4.

⁷⁸³ Voir, au sujet des méthodes d'évaluation, BOEMLE/STOLZ (2002), p. 684 ss ; BÖCKLI (1996), no 294i ; BACHMANN (1992), p. 173–175. WATTER (1990), nos 485 ss ; BÜRGI/NORDMANN (1979), ad art. 748 CO, no 52, qui semblent néanmoins donner la préférence à une méthode basée sur la valeur de substance.

⁷⁸⁴ Voir cependant CUENDET (1974), p. 72–74 qui, dans le domaine des fusions, préconise d'utiliser exclusivement la valeur de substance (moyennant des ajustements) et rejette le recours à la valeur boursière, sujette à trop d'influences externes pour refléter la valeur de l'entreprise ! Voir également Inderbitzin (1993), p. 169–170 qui considère, en matière de transactions visant un *going private* que l'évaluation doit refléter en tout cas la valeur de substance de la société et prendre en compte les revenus futurs attendus. En tout cas, depuis l'entrée en vigueur de la LBVM, nous ne saurions cautionner ce point de vue. En effet, désormais, le droit des offres publiques d'acquisition obligatoires connaît une règle de fixation de prix minimum. Art. 32 al. 3 LBVM. La finalité de cette règle n'est cependant pas de légiférer sur la méthodologie de l'évaluation d'actions, mais de garantir aux actionnaires la possibilité de sortir à des conditions comparables à celles qui prévalaient avant l'offre et de partager en partie la prime de contrôle.

⁷⁸⁵ BÖCKLI (1996), no 294p ; RECORDON (1993), p. 4 ; Inderbitzin (1993), p. 169–170 ; STEHLI (1975), p. 111.

⁷⁸⁶ RECORDON (1974), p. 142.

⁷⁸⁷ BÖCKLI (1996), no 294m ; RECORDON (1993), p. 4 ; Inderbitzin (1993), p. 169–170 ; CUENDET (1974), p. 72.

⁷⁸⁸ WATTER (1990), no 743.

ment des actionnaires existants ; lorsqu'il commet une faute de calcul grossière ; ou lorsqu'il recourt à une méthodologie d'évaluation incohérente ou erronée⁷⁸⁹.

Au demeurant, les membres du conseil d'administration restent tenus par leurs devoirs généraux de diligence, de fidélité et d'égalité de traitement. Ils ont l'obligation de s'informer afin de préparer leurs décisions en sollicitant, le cas échéant, des avis de conseillers externes et de la direction. De même, ils ne sauraient rechercher leur propre intérêt au détriment de celui de la société ou de ses actionnaires ni même favoriser certains de ceux-ci.

B. Droit suisse des fusions

La loi sur la fusion garantit, lors de fusions, aux associés de la société transférante un droit à des parts sociales correspondant à leurs parts sociales antérieures. Cette équivalence doit prendre en compte le patrimoine des sociétés concernées, la répartition des droits de vote ainsi que toutes les circonstances pertinentes⁷⁹⁰. La reprenante est tenue d'attribuer des droits équivalents ou de verser un dédommagement adéquat aux associés de la transférante titulaires de droits spéciaux attachés à des parts sociales⁷⁹¹.

Bien que le Message du Conseil fédéral laisse entendre que la notion de patrimoine corresponde à la valeur de substance déterminée sur la base du bilan de fusion⁷⁹², nous préférons lui donner une acception large et la rattacher à la notion économique de valeur de la société. Ainsi, la loi sur la fusion ne prescrit pas comment procéder à l'évaluation et les conseils d'administration peuvent librement choisir la méthode appropriée.

Le bien-fondé du rapport d'échange s'apprécie donc en termes de diligence et de respect de l'égalité de traitement et le conseil d'administration bénéficie pour le déterminer du large pouvoir d'appréciation de la version helvétique de la *business judgment rule*⁷⁹³, il est libre de choisir la ou les méthodes d'évaluation opportunes.

Une lecture parallèle du principe de continuité du sociétariat⁷⁹⁴ ainsi que des dispositions sur le rapport de fusion et sur sa vérification justifie cette conclusion : ce rapport « doit expliquer et justifier du point de vue juridique et économique » aux

⁷⁸⁹ BÖCKLI (1996), no 294n.

⁷⁹⁰ Art. 7 al. 1 LFus.

⁷⁹¹ Art. 7 al. 5 LFus.

⁷⁹² Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 4055.

⁷⁹³ Voir, avant l'entrée en vigueur de la loi sur la fusion, BÖCKLI (1996), no 294m ; RECORDON (1993), p. 4 ; Inderbitzin (1993), p. 169–170 ; BACHMANN (1992), p. 173 ; STEHLI (1975), p. 111, arrive à la même conclusion examinant la question sous l'angle du pouvoir d'appréciation de l'assemblée générale. CUENDET (1974), p. 72 ; RECORDON (1974), p. 142, qui souligne d'ailleurs que le processus est le fruit de négociations ardues.

⁷⁹⁴ Art. 7 al. 1 LFus.

actionnaires le rapport d'échange et les particularités liées à l'évaluation des parts sociales⁷⁹⁵. Le rapport de révision doit confirmer que le rapport d'échange est soutenable, puis décrire les différentes méthodes utilisées pour le déterminer, en se prononçant sur leur adéquation au cas particulier et sur leur pondération dans le résultat final⁷⁹⁶.

En exigeant un rapport de révision, la loi ne limite pas le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration, mais instaure un contrôle préventif du respect du maintien de la valeur de la participation : le réviseur, expert neutre et indépendant, vérifie la diligence de l'activité du conseil d'administration. Il intervient en amont afin de prévenir des violations de devoirs du conseil d'administration et permet, dans ce domaine aux enjeux importants, d'éviter des actes dommageables. Son intervention comble aussi l'absence de contrôle effectif des actionnaires faute d'un accès aux informations nécessaires.

Les mêmes principes s'appliquent *mutatis mutandis* aux scissions⁷⁹⁷. En revanche, lors de transferts de patrimoine, les membres du conseil d'administration doivent seulement respecter les devoirs généraux, qui, il est vrai, ne se distinguent guère des règles spéciales⁷⁹⁸. Cette solution est cohérente avec l'approche de la loi sur la fusion, qui traite les transferts de patrimoine comme des actes ne ressortant pas du droit des sociétés. En revanche, elle est regrettable pour la systématique générale des fusions et acquisitions, puisque l'évaluation d'une entreprise ne dépend pas de la technique utilisée pour l'acquérir.

En synthèse, bien que le principe de continuité du sociétariat semble ôter de prime abord toute marge de manœuvre au conseil d'administration pour déterminer le rapport d'échange ou le dédommagement, ce dernier jouit en fait, comme en droit, d'un pouvoir d'appréciation. Il peut ainsi tenir compte des particularités de chaque société tant pour choisir la méthode d'évaluation que pour déterminer les termes de la transaction.

C. Droit suisse des offres publiques d'acquisition

1. Problèmes lors des offres publiques d'acquisition

Si la problématique de l'obligation de vendre aux meilleurs termes possibles est présente dans l'ensemble des opérations, elle se cristallise lors des offres publiques d'acquisition. Les actionnaires (et non la société cible) sont les destinataires de l'of-

⁷⁹⁵ Art. 14 al. 4 lit. c et e LFus.

⁷⁹⁶ Art. 15 al. 4 lit. b à e LFus.

⁷⁹⁷ Voir l'art. 31 al. 1 LFus qui renvoie à l'art. 7 LFus.

⁷⁹⁸ Les règles sur la protection du capital (art. 69 al. 2 LFus) protègent également les actionnaires d'une mauvaise évaluation.

fre. Plus encore, l'acquéreur ne les sollicite pas en tant que membres d'une société, mais en leur qualité d'investisseurs, propriétaires de titres. Le conseil d'administration n'est donc pas concerné par l'acquisition et on peut donc se demander s'il a une quelconque légitimité – sans même parler de devoir – à intervenir. D'ailleurs, comme une offre publique d'acquisition peut chercher à renverser l'administration en place, cette dernière peut être tentée de veiller à son propre intérêt. C'est pourquoi EASTERBROOK et FISCHER s'opposent à toute réglementation ou devoir qui aurait pour effet de susciter des enchères et de décourager des offres publiques d'acquisition⁷⁹⁹.

2. *Création d'un environnement favorable aux enchères par le droit des offres publiques d'acquisition*

Le droit suisse n'a pas suivi ce point de vue. Certaines règles, notamment en matière de délai de carence⁸⁰⁰ et de durée minimale de l'offre, facilitent la préparation d'offres concurrentes avant le terme de l'offre initiale. Plus encore, la loi sur les bourses postule qu'en cas d'offres concurrentes, les propriétaires de titres de la société visée doivent pouvoir en accepter une librement⁸⁰¹ et donne mandat à la Commission des OPA d'édicter des dispositions garantissant cette liberté de choix⁸⁰².

Ce mandat est réalisé par cinq moyens : premièrement, l'ordonnance sur les OPA prévoit de publier les offres concurrentes au plus tard trois jours de bourse avant l'échéance de l'offre initiale⁸⁰³. Elles peuvent donc être présentées soit pendant le délai de carence de dix jours de bourse⁸⁰⁴, soit pendant la période d'offre à proprement parler, qui dure entre vingt⁸⁰⁵ et quarante jours de bourse⁸⁰⁶. D'ailleurs, si la Commission des OPA est saisie d'une demande de dérogation ou de réduction du délai de carence⁸⁰⁷, elle doit tenir compte des intérêts des autres offrants⁸⁰⁸.

⁷⁹⁹ EASTERBROOK/FISCHER (1981), *passim*.

⁸⁰⁰ Art. 14 al. 1 OOPA.

⁸⁰¹ Art. 30 al. 1 LBVM.

⁸⁰² Art. 30 al. 2 LBVM.

⁸⁰³ Art. 49 al. 1 OOPA.

⁸⁰⁴ Art. 14 al. 1 OOPA.

⁸⁰⁵ Art. 14 al. 3 OOPA. Ce délai peut être raccourci à 10 jours si l'offrant détient déjà une majorité des droits de vote et si le prospectus d'offre inclut le rapport du conseil d'administration. Art. 14 al. 3 OOPA. Dans ce cas une offre concurrente n'est pas envisageable d'un point de vue pragmatique.

⁸⁰⁶ Art. 15 al. 4 OOPA.

⁸⁰⁷ Art. 49 al. 2 OOPA.

⁸⁰⁸ Plus précisément, selon l'art. 14 al. 2 OOPA, la Commission des OPA doit en principe accorder la dérogation aux offres qu'elle a examinées avant leur publication et qui incluent le rapport du conseil d'administration. Or, ces conditions ne seront en pratique réalisées que pour des offres amicales.

Deuxièmement, les destinataires d'une offre concurrente peuvent révoquer leur acceptation de l'offre initiale jusqu'à l'échéance de celle-ci⁸⁰⁹. Cette possibilité met les deux offres dans une véritable situation de concurrence, car tous les actionnaires peuvent choisir entre elles.

Troisièmement, l'ordonnance sur les OPA requiert d'établir un calendrier commun à toutes les offres. Elle prolonge de plein droit l'échéance de l'offre initiale jusqu'au terme de l'offre concurrente⁸¹⁰, qui ne peut durer moins longtemps que la première⁸¹¹. Elle empêche aussi les offrants de prolonger volontairement leurs offres⁸¹².

Quatrièmement, dérogeant au principe général du droit des obligations⁸¹³, l'ordonnance sur les OPA autorise toute modification ou révocation d'une offre jusqu'à cinq jours de bourse avant son échéance, facilitant ainsi les surenchères.

Finalement, elle oblige la société visée et ses organes à respecter l'égalité de traitement entre les offrants⁸¹⁴ ; les dérogations ne sont permises que si la société démontre à la Commission des OPA l'existence d'un intérêt social prépondérant⁸¹⁵.

3. *Absence de devoir de favoriser les enchères*

Si le droit des offres publiques d'acquisition est favorable aux offres concurrentes, il ne préconise pas un comportement déterminé de la part du conseil d'administration. Il se contente d'exiger l'égalité de traitement des offrants. Or, ce principe ne fonde pas un devoir de susciter des enchères, mais cherche à garantir la liberté de choix des actionnaires.

Le droit boursier ne préconise pas pour autant une passivité absolue du conseil d'administration. Ce dernier joue le rôle de conseiller des actionnaires : il doit préparer un rapport sur l'offre et prendre position à son sujet ou, du moins, leur présenter les avantages et inconvénients de celle-ci⁸¹⁶. La pratique de la Commission des OPA a même transformé le conseil d'administration en un véritable représentant des actionnaires : elle lui attribue la tâche d'exercer leur droit d'être entendu⁸¹⁷.

Cependant, si le droit boursier confère au conseil d'administration la charge de curateur des actionnaires, il ne précise pas le contenu de ce mandat. Il convient

⁸⁰⁹ Art. 49 al. 1 OOPA.

⁸¹⁰ Art. 50 al. 1 OOPA.

⁸¹¹ Art. 49 al. 3 OOPA.

⁸¹² Art. 50 al. 3 OOPA.

⁸¹³ Art. 3 CO.

⁸¹⁴ Art. 48 al. 2 OOPA.

⁸¹⁵ Art. 48 al. 2 OOPA.

⁸¹⁶ Art. 29 al. 1 LBVM.

⁸¹⁷ Recommandation de la Commission des OPA du 15 mai 2000, *Loeb Holding AG*, consid. 1 ; Recommandation de la Commission des OPA du 29 mai 2000, *Banque cantonale de Genève*, consid. 1.1.

donc de se référer aux devoirs généraux et de les ajuster pour tenir compte des particularités des offres publiques d'acquisition et du caractère amical ou hostile de l'opération.

Lors d'offres amicales, ces devoirs généraux ne changent pas par rapport aux autres opérations négociées par le conseil, telles que fusions, scissions ou acquisition d'actifs, puisque, abstraction faite de la technique utilisée, toutes ces transactions se ressemblent. Ainsi, comme on l'a vu, les membres du conseil d'administration bénéficient d'un pouvoir d'appréciation analogue à la *business judgment rule* lorsqu'ils agissent sur une base objectivement informée et qu'ils recherchent de bonne foi ce qu'ils pensent être l'intérêt de la société.

Lorsque le conseil d'administration considère l'offre inopportune ou hostile, la situation est plus délicate. Il peut alors vouloir s'y opposer, parce qu'il estime de bonne foi après s'être dûment informé qu'elle est contraire à l'intérêt social. Toutefois, son antagonisme peut aussi procéder d'une volonté de se protéger. Un soupçon de conflit d'intérêts plane donc sur toutes les mesures de défense, ce soupçon justifiant le traitement particulier que nous examinerons plus en détail ultérieurement⁸¹⁸.

Seule la recherche d'offres alternatives ou un rapprochement avec une autre société (un « chevalier blanc »), bénéficie d'une certaine tolérance de la part du droit des offres publiques d'acquisition, pour autant qu'elles respectent la liberté de choix des actionnaires. Cette tolérance est justifiée : bien que l'appel à un chevalier blanc puisse être motivé par un intérêt égoïste, il ne nuit pas à la société ou aux actionnaires ; il élargit la palette qui leur est offerte. Toutefois, le conseil d'administration n'est pas pour autant obligé de vendre la société au plus offrant. Il conserve donc son pouvoir d'appréciation afin de déterminer la stratégie opportune.

En définitive, si le droit des offres publiques d'acquisition instaure un cadre institutionnel favorable à la création de l'*auction environment* de l'arrêt *Revlon*, il n'oblige pas le conseil d'administration à susciter cet environnement. Ce dernier doit seulement respecter ses devoirs généraux : il doit s'assurer que son comportement est dans l'intérêt de la société à poursuivre son but lucratif, veiller à ce que son jugement ne soit pas obscurci par des conflits d'intérêts et enfin traiter les actionnaires sur un pied d'égalité.

Contrairement à l'opinion émise par MEIER-SCHATZ⁸¹⁹ et PETER⁸²⁰, les devoirs généraux n'impliquent pas une obligation de susciter des enchères. Bien que le conseil d'administration puisse par ce biais s'assurer que la personne la plus intéressante pour la société et les actionnaires acquière la société, postuler un tel devoir en termes absolus dépasse le cadre des prescriptions légales.

⁸¹⁸ Voir *infra* chapitre 5.

⁸¹⁹ MEIER-SCHATZ (1995), p. 191–192 qui, à tort, considère que EASTERBROOK/FISCHEL (1991), p. 204, sont en faveur de la création d'un environnement propice aux enchères, alors qu'en réalité, ils préconisent une passivité absolue des membres du conseil d'administration et du management.

⁸²⁰ PETER (2001), p. 109.

De plus, ce postulat méconnaît la systématique du droit des sociétés. Ce dernier impose rarement un comportement déterminé aux membres du conseil d'administration. En l'absence de conflit d'intérêts, il préfère leur reconnaître un pouvoir d'appréciation dans la gestion des affaires sociales⁸²¹. Or, les offres publiques amicales ou hostiles n'engendrent pas de véritables conflits d'intérêts, mais qu'une suspicion quant à la motivation réelle des mesures de défense. Dès lors, tant qu'il respecte la liberté de choix des actionnaires, le conseil d'administration doit jouir de son pouvoir d'appréciation, sans devoir susciter des enchères.

A ce propos, les *Revlon duties* du droit du Delaware n'imposent des enchères que si le conseil décide de céder le contrôle social et, même dans ce cas, ce devoir n'est pas absolu : le conseil dispose toujours d'un certain pouvoir d'appréciation pour sélectionner les enchérisseurs et adjudiquer la société⁸²².

Deuxièmement, les arguments de MEIER-SCHATZ et PETER en faveur des enchères sous-estiment leurs coûts (en temps, ressources sociales et argent) et passent sous silence les moyens moins onéreux de garantir que le contrôle est exercé par les dirigeants les plus qualifiés : des études de marché et des avis d'experts financiers permettent aussi d'identifier le meilleur acquéreur. Dans ces cas-là, contraindre le conseil d'administration à conduire des enchères se révélerait contre-productif.

D. Synthèse

En conclusion, le droit suisse ne connaît pas de devoir de céder le contrôle au plus offrant, comme le fait la jurisprudence *Revlon* au Delaware. Les devoirs de diligence, de fidélité et d'égalité de traitement contraignent les membres du conseil d'administration à analyser l'opportunité de toute acquisition pour la société et ses actionnaires. Ils bénéficient d'un large pouvoir d'appréciation pour procéder à cet examen et peuvent, donc, aisément prouver qu'ils ont respecté leur devoir de diligence, pour autant qu'ils se soient informés et qu'ils aient passé le temps nécessaire à débattre des alternatives.

Le droit spécial des fusions et des offres publiques d'acquisitions ne modifie pas cette conclusion. La garantie de la continuité du sociétariat, s'agissant des premières, se limite à contraindre le conseil d'administration à vérifier l'adéquation du rapport d'échange, sans l'obliger à garantir les meilleures conditions possibles. De même, le droit boursier, applicable aux secondes, cherche à créer des conditions institutionnelles favorables aux offres concurrentes et une situation d'enchères pour le contrôle social, mais ne va pas jusqu'à obliger le conseil d'administration à vendre la société au plus offrant.

⁸²¹ Sur le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration, voir *supra* p. 92 ss.

⁸²² Voir *supra* p. 153 ss.

En synthèse, le droit suisse reconnaît un pouvoir d'appréciation au conseil d'administration pour choisir le partenaire idéal lors des fusions et acquisitions. Il ne l'oblige pas à obtenir, par un moyen ou un autre, le meilleur prix possible.

§ 3 Respect de la liberté de choix des actionnaires

A. Généralités

Le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration lors de la négociation de fusions et acquisitions se justifie parce qu'il est le mieux à même d'identifier et de négocier avec le partenaire optimal lors de ces opérations : avec le concours de la direction, il dispose d'une meilleure connaissance des affaires sociales et de compétences spécialisées. Cependant, ce pouvoir d'appréciation semble contredire le primat de la compétence des actionnaires (réunis en assemblée générale, comme lors de fusions, ou pris individuellement en leur qualité de propriétaires de titres, comme lors des offres publiques d'acquisition).

Dès lors, dans quelle mesure les devoirs des dirigeants sociaux d'identifier et de négocier la meilleure opération possible doivent-ils être limités ou influencés par la compétence décisionnelle des actionnaires ? En d'autres termes, le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration doit-il être limité par un devoir de garantir et respecter la liberté de choix des actionnaires ? Les clauses de protection d'accord se situent au centre de cette problématique. Elles garantissent au partenaire potentiel que ni la société ni un tiers ne peuvent faire échouer la transaction ou, du moins, que, si tel était le cas, il serait dûment dédommagé. Or, ces clauses restreignent la liberté des actionnaires : d'une part, elles rendent prohibitif le coût d'un refus. D'autre part, elles découragent les tiers de présenter une contre-offre.

Après avoir décrit les différentes mesures de protection d'accord et analysé leur traitement en droit comparé, nous déterminerons comment le principe général de liberté de vote des actionnaires se traduit en un devoir de neutralité du conseil d'administration lors des opérations de fusions et acquisitions. Puis, nous nous pencherons sur le droit des offres publiques d'acquisition et sa garantie expresse de la liberté de choix des actionnaires afin de voir comment ce but se répercute sur les devoirs du conseil d'administration.

B. Mesures de protection d'accord

1. Définition et typologies de mesures de protection d'accord

La mise en œuvre d'accords de fusions et acquisitions peut prendre un certain temps. De plus, elle requiert souvent l'approbation des actionnaires de l'une ou l'autre des sociétés concernées, deux facteurs qui engendrent une incertitude quant

à l'aboutissement du projet. Pour y faire face, la pratique a ressenti le besoin de recourir à des instruments contractuels, désignés mesures de protection d'accord (*deal protection measures*), qui sont destinés à assurer la bonne fin du projet⁸²³.

En les cataloguant en fonction de leur efficacité, on distingue quatre catégories de clauses : la moins effective est l'engagement de *no-shop*, par lequel la société est obligée à ne pas solliciter des projets de tiers. Elle peut même s'engager à refuser de négocier avec des tiers. Cette variante est qualifiée d'obligation de *no-talk*. A un niveau comparable d'efficacité, la société peut promettre de déployer ses meilleurs efforts pour obtenir le feu vert des actionnaires. Cette première catégorie de clauses sera plus ou moins effective selon la facilité de présenter une offre publique d'acquisition hostile⁸²⁴.

A un niveau d'efficacité accru, la société peut s'engager à payer un *break-up fee*, une indemnité en espèces exigible si l'acquisition échoue à cause d'une offre concurrente ou d'un refus des actionnaires. Cette indemnité forfaitaire est censée réparer le dommage subi par le cocontractant suite à l'échec de la transaction. Comme le soulignent GILSON/BLACK, elle peut être d'un montant considérable, si elle couvre non seulement les frais effectifs de l'acquéreur, mais aussi un éventuel gain manqué⁸²⁵.

Le dernier palier est franchi par la conclusion de *lock-ups* qui confèrent à l'acquéreur une option d'acquérir des actions ou des actifs de la société cible⁸²⁶. Ces clauses poursuivent un but double : d'une part, comme les *break-up fees*, elles cherchent à indemniser l'acquéreur dans l'éventualité où ses efforts seraient rendus vains suite à une offre concurrente ou un refus des actionnaires. D'autre part, elles lui donnent une base de lancement, lui conférant un avantage sur une offre concurrente, voire la possibilité de passer outre la volonté des actionnaires⁸²⁷.

Toutes les mesures évoquées peuvent être tempérées par un *fiduciary out provision*, clause qui libère la société des mesures de protection d'accord dans certaines circonstances, par exemple si elle reçoit une offre plus intéressante. Cet instrument contractuel d'origine américaine permet au conseil d'administration de concilier

⁸²³ STRINE (2001), p. 921-922 ; VARALLO/RAJU (2000), p. 1612.

⁸²⁴ VARALLO/RAJU (2000), p. 1612-1614 ; GILSON/BLACK (1995), p. 1021 ; FRAIDIN/HANSON (1994), p. 1747.

⁸²⁵ VARALLO/RAJU (2000), p. 1612-1614 ; GILSON/BLACK (1995), p. 1021 ; FRAIDIN/HANSON (1994), p. 1747. Le cas *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994) faisait état d'un *termination fee* de USD 100 millions et le contrat de fusion entre Ciba-Geigy SA et Sandoz SA, qui a donné lieu à Novartis SA, (reproduit in BOHRER (1997), p. 134 ss) prévoyait notamment une indemnité de CHF 50 millions en cas de refus de la fusion par une des assemblées générales des sociétés concernées.

⁸²⁶ VARALLO/RAJU (2000), p. 1615-1618 ; GILSON/BLACK (1995), p. 1021-1023 ; FRAIDIN/HANSON (1994), p. 1747. Pour des exemples de clauses de *lock-up* d'actifs, voir la décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc sur Holvis AG*, RSDA 1995 p. 186, p. 187. Le contrat de fusion Novartis (reproduit in BOHRER (1997), p. 134 ss) prévoyait notamment une option d'achat d'actions.

⁸²⁷ FRAIDIN/(1994), p. 1745-1747 ; GILSON/BLACK (1995), p. 1021-1023.

ses devoirs de rechercher l'intérêt social et les obligations contractuelles fondées sur les mesures de protection d'accord⁸²⁸.

2. Avantages des clauses de protection d'accord

D'un point de vue fonctionnel, les mesures de protection d'accord constituent une technique contractuelle pour transférer le risque d'échec de la transaction, de la société acquérante à la société acquise et, indirectement, à ses actionnaires. Elles permettent de réaliser des opérations autrement impossibles ou onéreuses à l'excès⁸²⁹. En parallèle, elles encouragent la recherche de cibles par des acquéreurs potentiels, leur garantissant que leurs efforts ne seront pas mis à néant suite à la surenchère d'un tiers⁸³⁰.

Dans la perspective de l'acquéreur, les clauses de protection d'accord se justifient, car, scellant un accord négocié, elles éliminent les risques qu'un trouble-fête en empêche la mise en œuvre : elles dissuadent tout tiers de présenter une offre concurrente en compliquant leur déroulement et en diminuent leurs chances de succès⁸³¹. Elles évitent ainsi à la société d'engager pour rien des frais importants afin de négocier et de faire approuver l'opération par ses actionnaires.

3. Désavantages des clauses de protection d'accord

Si l'intervention d'un concurrent potentiel semble inopportune pour l'acquéreur pressenti, elle ne l'est pas pour autant dans l'optique des actionnaires, qui peuvent ainsi bénéficier d'une proposition plus intéressante⁸³². De plus, les offres concurrentes garantissent l'équité de la transaction par les mécanismes de marché⁸³³.

Plus grave, lorsque le partenaire choisi par les membres du conseil d'administration leur garantit, explicitement ou implicitement, une certaine stabilité de leur mandat ou de leur emploi, ils peuvent avoir un intérêt propre à éviter des offres concurrentes. La clause de protection d'accord joue alors un rôle analogue aux mesures de défense⁸³⁴.

⁸²⁸ Voir ALLEN (2000), *passim* ; VARALLO/RAJU (2000), p. 1618 ; GILSON/BLACK (1995), p. 1020.

⁸²⁹ ALLEN (2000), p. 654-655 ; GILSON/BLACK (1995), p. 1020 ; FRAIDIN/HANSON (1994), p. 1813 ss.

⁸³⁰ FRAIDIN/HANSON (1994), p. 1826-1828 ss.

⁸³¹ VARALLO/RAJU (2000), p. 1612.

⁸³² GILSON/BLACK (1995), p. 1024. Voir ALLEN (2000), p. 655, qui justifie l'inclusion de clauses de *fiduciary outs* afin de légitimer des *efficient breaches*.

⁸³³ GILSON/BLACK (1995), p. 1024. Voir le Comment (3) to § 5.15 Principles of Corporate Governance, p. 365, interdisant les *lock-ups* lors de *management buy-outs*.

⁸³⁴ GILSON/BLACK (1995), p. 1024 ; FRAIDIN/HANSON (1994), p. 1741-1742.

C. Traitement des clauses de protection d'accord en droit comparé

1. *Principles of Corporate Governance de l'American Law Institute*

Selon les *Principles of Corporate Governance*⁸³⁵, le conseil d'administration jouit du pouvoir d'appréciation de la *business judgment rule* pour négocier, au nom de la société, une cession de contrôle. Ce pouvoir est contrebalancé par la compétence décisionnelle conférée aux actionnaires d'approuver ou ratifier l'accord. Malgré d'intenses discussions⁸³⁶, l'American Law Institute n'a pas pris position sur l'utilisation de clauses de protection d'accord, mais s'est contenté de préciser que le vote des actionnaires n'interdisait pas au conseil d'administration de conclure de telles mesures⁸³⁷.

Il a néanmoins réglementé l'usage de ces clauses dans deux situations : premièrement, lors de *management buy-out*, elle oblige la société à rechercher des projets concurrents, recourant au marché pour garantir leur caractère équitable. Les mesures de protection d'accord sont donc prohibées, si elles avantagent le projet de la direction et faussent la concurrence entre les acquéreurs potentiels. Or, la plupart de ces mesures protègent, par définition, leurs bénéficiaires contre les conséquences d'un refus des actionnaires ou d'une surenchère d'un concurrent et sont donc interdites dans ce contexte⁸³⁸.

Deuxièmement, lors d'offres publiques d'acquisition hostiles, les clauses de protection d'accord en faveur d'un tiers peuvent constituer une mesure de défense, empêchant l'offrant de réaliser son projet d'acquisition. Elles sont donc soumises aux règles applicables à ces instruments : le conseil d'administration ne peut les utiliser qu'après s'être assuré de leur caractère raisonnable⁸³⁹.

Toutefois, cette obligation ne naît que si la mesure de protection d'accord est destinée à faire échouer une offre déterminée. Elle ne s'applique qu'aux clauses conclues postérieurement à la publication d'une offre et non à celles adoptées avant dans le dessein de décourager des concurrents⁸⁴⁰. Avant la publication d'une offre hostile, le conseil d'administration reste libre d'intégrer à ses contrats de fusion ou d'acquisition des mesures de protection d'accord destinées à empêcher toute offre concurrente et à forcer la main aux actionnaires.

⁸³⁵ § 6.01 *Principles of Corporate Governance*.

⁸³⁶ Comment (d) to § 6.01 *Principles of Corporate Governance*, p. 393. GILSON/BLACK (1995), p. 1024, note 19, relèvent que le projet initial prévoyait que les lock-ups devaient également être soumis à l'approbation des actionnaires. Voir *Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations*, Reporters' Study No. 1-Transactions in Control (Feb. 22 1985).

⁸³⁷ Comment (d) to § 6.01 *Principles of Corporate Governance*, p. 393. Comp. Comment (e)(1) to § 6.01 *Principles of Corporate Governance*, p. 395 qui estime qu'une mesure de protection d'accord peut être légitimement utilisée pour mettre un terme à des négociations entre le conseil d'administration et plusieurs acquéreurs potentiels.

⁸³⁸ Comment (c)(2) to § 5.15 *Principles of Corporate Governance*, p. 369.

⁸³⁹ § 6.02(a) *Principles of Corporate Governance*.

⁸⁴⁰ Comment (c)(6) to § 6.02 *Principles of Corporate Governance*, p. 416-417.

2. Droit du Delaware

Le droit du Delaware ne traite pas uniformément les clauses de protection d'accord. Selon le contexte et les circonstances du cas d'espèce, leur conclusion est soumise au *Revlon duties*⁸⁴¹, au standard de l'arrêt *Unocal*⁸⁴² applicable aux mesures de défense ou même, parfois, à la *business judgment rule* ordinaire⁸⁴³.

La jurisprudence *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.*⁸⁴⁴ demande au conseil d'administration d'obtenir les meilleures conditions possibles pour les actionnaires, sans pour autant lui n'interdire de façon absolue le recours aux clauses de *lock-up* ou de *no-shop*. Au contraire, dans cette affaire, la Cour suprême du Delaware a souligné que ces outils pouvaient servir à susciter l'intérêt d'acquéreurs potentiels⁸⁴⁵, entraînant une jurisprudence fleurissante à leur sujet.

Dans l'arrêt *Rand v. Western Airlines, Inc.*, la Cour de chancellerie du Delaware a approuvé l'inclusion d'une clause de *lock-up*, sous la forme d'une option d'achat de 30% du capital-actions, et d'une de *no-shop* inconditionnelle, car elles permettraient au conseil d'administration de conclure un contrat avec le meilleur partenaire possible, après avoir sondé le marché⁸⁴⁶.

En revanche, elle a sanctionné leur utilisation lorsqu'elles sont utilisées pour mettre un terme à un processus d'enchères actif et empêcher toute contre-offre⁸⁴⁷. La clause viole le devoir du conseil d'administration de rechercher le meilleur prix possible pour les actionnaires. Sur la même base, la Cour de chancellerie a empêché la mise en œuvre de clauses de *no-shop*, conclues avant que le conseil d'administration ait eu l'occasion de s'informer sur l'état du marché, et celles des *lock-ups*, destinées à empêcher toute possibilité de contre-offre indésirable⁸⁴⁸.

Toutefois, la jurisprudence *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.* ne s'applique pas à toutes les fusions et acquisitions⁸⁴⁹, mais seulement si le conseil décide de céder le contrôle de la société ou de la liquider. Or, une fusion entre deux sociétés publiques sans actionnaire dominant avec une continuité du sociétariat

⁸⁴¹ *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁸⁴² *Unocal, Inc. v. Mesa Petroleum Co et al.*, 496 A.2d 946 (Del. 1985).

⁸⁴³ Voir STRINE (2001), *passim*; LEBOVITCH/MORRISON (2001), *passim*; VARALLO/RAJU (2000), *passim*.

⁸⁴⁴ *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁸⁴⁵ *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), p. 183.

⁸⁴⁶ *Rand v. Western Airlines, Inc.*, C.A. 1994 Slip Op., Del. Ch. LEXIS 26, No. 8632 (Del. Ch., Feb. 25, 1994), p. 19. Dans cet affaires, l'octroi des clauses de protection d'accord contre l'affaiblissement des termes de la clause de *material adverse change*, permettant aux parties de se départir du contrat en cas de modification de la base du contrat, s'est avérée un des éléments décisifs aux yeux de la cour. Voir les arrêts cités par VARALLO/RAJU (2001), p. 1617, note 27.

⁸⁴⁷ *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986), p. 183. Voir *Mills Acquisition Co. v. Macmillan*, A.2d 1261 (Del. 1989), 1284; *Hanson Trust PLC, et al. v. ML SCM Acquisition Inc. et al.*, 781 F.2d 264, 274 (2nd Cir. 1986); *Thompson v. Enstar Corp.*, 509 A.2d 578 (Del. Ch. 1984).

⁸⁴⁸ Voir *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34, p. 49 (Del. 1994); *Mills Acquisition Co. v. Macmillan*, A.2d 1261, 1284.

⁸⁴⁹ *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

n'entraîne pas une telle cession de contrôle et, par conséquent, pas le devoir de chercher la meilleure offre⁸⁵⁰.

Dans ce cas, le droit du Delaware est controversé quant au standard applicable à l'examen des clauses de protection d'accord. Un courant de jurisprudence les assimile aux mesures de défense, les soumettant à l'examen des jurisprudences *Unocal*⁸⁵¹ et *Unitrin*⁸⁵² et par conséquent ne les admet que si elles constituent une réponse raisonnable à la menace engendrée par une offre⁸⁵³. Un autre courant préconise l'application de la *business judgment rule*⁸⁵⁴. Il justifie son point de vue par le lien avec la négociation du contrat de fusion, qui est indiscutablement sujette à ce second standard⁸⁵⁵. Il invoque aussi le caractère bilatéral de ces clauses et leur lien avec le cadre général des affaires sociales⁸⁵⁶.

Ce second courant n'est guère fondé. En droit du Delaware, une fusion requiert, en principe, l'approbation des actionnaires de la société reprise, tandis que les clauses de protection d'accord sont conclues et déploient leurs effets, avant même que les actionnaires se prononcent sur la fusion. Elles ne sont donc pas de simples mesures préparatoires, mais des décisions à part entière destinées à repousser d'éventuels acquéreurs hostiles⁸⁵⁷.

De plus, l'argument selon lequel les clauses de protection d'accord résultent d'un acte bilatéral, conclu avant qu'une offre déterminée soit présentée ne tient pas. En effet, selon l'arrêt *Moran v. Household International Inc.*, les mesures de défense sont sujettes au test de l'arrêt *Unocal* indépendamment du moment de leur

⁸⁵⁰ *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140, p. 1150–1151 (Del. 1990). Voir les commentaires de JENNINGS/MARSH/COFFEE/SELIGMAN (1998), p. 801 ; GILSON/BLACK (1995), p. 1132–1133. Voir *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34, p. 44 (Del. 1994).

⁸⁵¹ *Unocal, Inc. v. Mesa Petroleum Co et al.*, 496 A.2d 946 (Del. 1985).

⁸⁵² *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).

⁸⁵³ Voir expressément *ACE Ltd. v. Capital Re Corporation*, 747 A.2d 95 (Del. Ch. 1999), p. 108 ; *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140, p. 1151 (Del. 1990). Voir aussi *McMillan v. Intercargo Corp.*, 768 A.2d 492 (Del. Ch. 2000), p. 506 ; *Phelps Dodge Corporation, v. Cyprus Amax Minerals Co.*, C.A. No. 17398 Slip Op., 1999 Del. Ch. LEXIS 202, (Del. Ch. Sept. 27, 1999). Comp. avec *Brazen v. Bell Atlantic Corp.*, A.2d 43 (Del. 1997) évaluant un *termination fee* selon les critères applicables aux clauses d'estimation forfaitaire de dommage en raison du langage utilisé dans le contrat. Cet arrêt précise néanmoins que son examen s'étend au-delà de la simple *business judgment rule* et cautionne le procédé en terme de respect des droits des actionnaires en raison de sa conformité au caractère raisonnable de l'évaluation forfaitaire du dommage (*id.* p. 50).

⁸⁵⁴ *State of Wisconsin Investment Board v. Barlett*, C.A. No. 17727 Slip Op., 2000 Del. Ch. LEXIS 42 (Del. Ch. Feb. 24, 2000), p. 31 ; *In re IXC Communications Inc. Shareholder Litigation*, Cons. C.A. No. 17324 Slip Op., 1999 Del. Ch. LEXIS 210 (Del. Ch. Oct. 27, 1999), p. 28–30. Voir STRINE (2001), p. 934–935 et les arrêts cités.

⁸⁵⁵ *State of Wisconsin Investment Board v. Barlett*, C.A. No. 17727 Slip Op., 2000 Del. Ch. LEXIS 42 (Del. Ch. Feb. 24, 2000), p. 31 ; *In re IXC Communications Inc. Shareholder Litigation*, Cons. C.A. No. 17324 Slip Op., 1999 Del. Ch. LEXIS 210 (Del. Ch. Oct. 27, 1999), p. 28–30.

⁸⁵⁶ Voir dans ce sens *Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368 (Del. 1996), p. 1377.

⁸⁵⁷ STRINE (2001), p. 935 ; LEBOVITCH/MORRISON (2001), p. 22–27 ; VARALLO/RAJU (2000), p. 1633–1634.

adoption⁸⁵⁸. Par ailleurs, le caractère bilatéral du processus ne libère pas le conseil d'administration de ses devoirs de diligence et fidélité (surtout lorsque le co-contractant est en mesure de reconnaître leur violation)⁸⁵⁹. Par conséquent, comme l'a jugé la Cour suprême du Delaware dans une affaire *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare Inc.*⁸⁶⁰, les clauses de protection d'accords doivent être soumises au test de l'arrêt *Unocal*.

Les *Revlon duties* et la controverse sur l'application de la jurisprudence *Unocal* ne les traitent que dans la perspective d'une limitation des offres concurrentes. Or, ces clauses ne se contentent pas d'influencer ces dernières ; elles limitent aussi le droit de vote des actionnaires. Elles peuvent en effet les contraindre à accepter le projet du conseil d'administration, car à défaut d'un vote favorable, la société serait obligée de payer un *termination fee* ou de vendre des actions ou des actifs selon les termes du *lock-up*.

Or, depuis un arrêt *Blasius*, le conseil d'administration doit disposer de motifs impérieux (*compelling justifications*), pour restreindre le libre exercice du droit de vote des actionnaires. Son comportement est alors sujet à des critères d'examen plus strict que la *business judgment rule* ou même le standard de l'arrêt *Unocal*⁸⁶¹.

Toutefois, selon la jurisprudence du Delaware, les clauses de protection d'accord ne constituent pas par définition des instruments de contrainte. Elles ne le deviennent que s'il est établi, à la lumière des circonstances du cas d'espèce, que la liberté de vote est restreinte⁸⁶². Ainsi, en pratique, bien que les tribunaux du Delaware reconnaissent l'existence d'un problème potentiel, ils n'ont, à notre connaissance, jamais annulé une clause pour ce motif⁸⁶³.

⁸⁵⁸ *Moran v. Household Industries, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985), p. 1349.

⁸⁵⁹ STRINE (2001), p. 934-935 et les arrêts cités ; LEBOVITCH/MORRISON (2001), p. 29-21. Voir *Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994), p. 54.

⁸⁶⁰ *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare Inc.*, 2003 Del. LEXIS 195 (Del. 2003), p. 54.

⁸⁶¹ *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988), p. 661. Voir le *leading case*, *Schnell v. Chris-Craft Industries*, 285 A.2d 437 (Del. 1971) sanctionnant la décision d'avancer le jour d'une assemblée générale pour rendre plus difficile un proxy contest ; *Arahamian v. HBO & Co*, 531 A.2d 1204 (Del. Ch. 1987) sanctionnant une décision retardant pour les mêmes motifs une assemblée générale. *Lerman v. Diagnostic Data, Inc.*, 421 A.2d 906 (Del. Ch. 1980) ; *Chesapeake Corporation v. Shore*, 771 A.2d 293 (Del. Ch. 2000) sur l'exigence d'une majorité qualifiée pour révoquer le conseil d'administration.

⁸⁶² *Brazen v. Bell Atlantic Corp.*, A.2d 43 (Del. 1997), p. 50 citant *Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368 (Del. 1996), p. 1382-1383, considère qu'une *termination fee*, représentant 3% de la valeur de la transaction et jugée conforme aux exigences applicables aux clauses d'évaluation de dommage, n'a pas d'effet coercitif sur les actionnaires. *Comp. H.F. Ahmanson & Co. v. Great Western Financial Corporation, C.A. No. 15650 Slip Op.*, 1997 Del. Ch. Lexis 84 (Del. Ch. 1997), p. 26-28 et p. 55, considérant qu'une *termination fee* de 200 millions USD, soit 3% de la valeur de la transaction, n'a pas d'effet coercitif sur les actionnaires.

⁸⁶³ Il est vrai que dans ce cas comme l'énonce l'arrêt *Unitrin*, une clause problématique en termes de respect de la liberté de vote des actionnaires ne répond pas aux exigences relatives aux mesures de défense et *a fortiori* pour mettre en œuvre des enchères actives comme l'exige l'arrêt *Revlon (Unitrin, Inc. v. American General Corp.)*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995), p. 1379. Voir *Stroud v. Grace*, 606 A.2d 75 (Del. 1992), p. 92, en particulier note 3.

3. Droit anglais

Comme nous le verrons plus en détail ultérieurement, le General Principle 7 du City Code on Takeovers and Mergers interdit les *frustrating actions*, tant lorsqu'elles sont utilisées comme mesures de défense, que lorsqu'elles servent à forcer la main aux actionnaires⁸⁶⁴. Ce principe est précisé par la Rule 21.1 interdisant l'émission d'actions, d'options ou de titres de créance, convertibles ou à options, ainsi que l'aliénation ou l'engagement d'aliéner des actifs substantiels. Les *lock-ups* sont donc interdits, s'ils ont pour objet des actions, tandis qu'ils sont tolérés s'ils ne portent pas sur des actifs quantitativement ou qualitativement significatifs.

En outre, la Rule 21.2 n'autorise les *break-up fees* (nommés plus pudiquement *inducement fees* ou honoraires d'incitation) que moyennant certains garde-fous : premièrement, le montant doit être *de minimis*, c'est-à-dire inférieur à 1% de la valeur de la société calculée sur la même base que l'offre. Deuxièmement, le conseil d'administration et ses conseillers financiers sont tenus de certifier au Panel que chacun d'entre eux considère que l'octroi d'une indemnité de cette nature est favorable aux actionnaires. Troisièmement, la clause de protection d'accord doit être dévoilée dans l'annonce préalable et dans le prospectus d'offre.

Les accords de no-talk sont traités par le General Principle 9 :

*« Directors of the offeree company should give careful consideration before they enter into any commitment with an offeror (or anyone else) which would restrict their freedom to advise their shareholders in the future. Such commitments may give rise to conflicts of interests or result in a breach of fiduciary duties. »*⁸⁶⁵

En synthèse, si le General Principle 9 n'interdit pas les accords de *no-talk*, il exprime une certaine méfiance à leur égard et renvoie les membres du conseil à leurs devoirs résultant du droit des sociétés. Les tribunaux étatiques compétents en la matière se sont donc saisis de ces accords et ont donné lieu à des jugements contradictoires.

Dans l'affaire *Heron International Ltd. v. Lord Grade*⁸⁶⁶, la société A avait conclu un accord avec les administrateurs de la cible, selon lequel ils engageaient à accepter l'inscription des actions achetées dans le cadre d'une offre publique d'acquisition. Cependant, la société B présenta une offre concurrente à un prix plus élevé. Sur la base de ces faits, la Court of Appeal a décidé que :

« Where directors have decided that it is in the best interest of a company that the company should be taken over and there are two more bidders the only duty of the

⁸⁶⁴ Voir *infra* p. 200 ss.

⁸⁶⁵ Nous soulignons.

⁸⁶⁶ *Heron International Ltd. v. Lord Grade*, [1983] BCLC 244, C.A. Voir GOWER/DAVIES (1997), p. 785 ; FARRAR/HANNIGAN (1998), p. 597.

directors [...] is to obtain the best price. The directors should not commit themselves to transfer their own voting shares to a bidder unless they are satisfied that he is offering the best price reasonably obtainable. Where the directors must only decide between rival bidders the interest of the company must be the interest of the current shareholders. »^{867/868}

Par conséquent, la Court of Appeal ordonna aux administrateurs de contribuer au succès de l'offre concurrente et les condamna à inscrire le trouble-fête au registre des actions.

Cependant, dans une autre affaire, concernant une société fermée, dominée par des administrateurs actionnaires majoritaires, le juge HOFFMANN, saisi d'une demande de mesures contre un abus de majorité⁸⁶⁹, décida :

*« I cannot accept the proposition that the board must inevitably be under a positive duty to recommend and take all steps within their power to facilitate whichever is the highest offer. In such a case as the present when the directors propose to exercise their rights as shareholders to accept the lower offer in respect of their own shares and, for understandable and fully disclosed reasons, hope in their personal capacities, that a majority of other shareholders will accept it as well, it seems to me that it would be artificial to say that they were under a duty to accept the higher offer. »*⁸⁷⁰

La portée de cet arrêt doit être relativisée. Il ne se penche pas sur la question des clauses de protection d'accord conclues par le conseil d'administration au nom de la société. Il confirme seulement que si les administrateurs agissent en cette qualité, ils doivent veiller à l'intérêt des actionnaires, tandis qu'ils sont libres en leur qualité d'actionnaires de disposer de leurs actions comme ils l'entendent⁸⁷¹.

Dans l'affaire *John Crowther Group v. Carpets International*, le Juge Vinelott déterminait la portée des accords de *no-talk*, considérant que les *fiduciary duties* des administrateurs envers la société limitent les engagements de *best endeavours* destinés à faire triompher l'offre. Ces derniers peuvent et doivent donc prendre position en faveur de l'offre la plus avantageuse sans que l'on puisse leur reprocher d'avoir violé la clause contractuelle avec l'acquéreur initial⁸⁷².

⁸⁶⁷ *Heron International Ltd. v. Lord Grade*, [1983] BCLC 244, p. 265, C.A.

⁸⁶⁸ Cette dernière phrase contredit le texte de la s. 309 du Companies Act 1985, selon laquelle les administrateurs ont une obligation à l'égard de la société (et à la société seule) de veiller aux seuls intérêts de celle-ci qui comprennent ceux de ses employés et de ses membres. GOWER (1992), p. 714, note 67 (absente de l'édition de 1997 par DAVIES).

⁸⁶⁹ L'abus de majorité donne droit à une action spéciale fondée sur la s. 459(1) du Companies Act 1985.

⁸⁷⁰ *Re A Company*, [1986] BCLC 382. Voir FARRAR/HANNIGAN (1998), p. 597.

⁸⁷¹ Voir GOWER/DAVIES (1997), p. 784.

⁸⁷² *John Crowther Group v. Carpets International*, [1990] BCLC 460, p. 465. Voir *Rackham v. Peek Foods Ltd.*, (1977), [1990] BCLC 895. Voir GOWER/DAVIES (1997), p. 787 ; FARRAR/HANNIGAN (1998), p. 597.

Les tribunaux écossais sont parvenus à la même conclusion pour des motifs différents dans une affaire, *Dawson International plc v. Coats Patons plc*. La Court of Sessions jugea en effet que, dans le cadre d'offre publique sujette au City Code, les « déclarations » et « engagements » doivent être compris comme des manifestations d'intention n'ayant pas force obligatoire⁸⁷³.

Toutefois, une autre affaire sans rapport avec les clauses de protection d'accord a conduit à un nouveau rebondissement : dans l'arrêt *Fulham Football Club Ltd. v. Cabra Estates plc*, les administrateurs plaidèrent que leur devoir de fidélité envers les actionnaires justifiait la violation d'un contrat. Or, la Court of Appeal refusa d'appliquer la jurisprudence *John Crowther Group*, considérant qu'un accord qui était dans l'intérêt de la société au moment de la conclusion du contrat reste valable, même s'il ne l'est plus lors de son exécution⁸⁷⁴.

Si cette jurisprudence devait s'étendre aux clauses de protection d'accord, elle permettrait au conseil d'administration de s'engager à favoriser une offre déterminée pour autant qu'elle ait été dans l'intérêt de la société lors de la conclusion du contrat. Dans ce cas, la société resterait liée, même si une offre plus intéressante était présentée aux actionnaires ou si l'offre initiale se révélait inopportune⁸⁷⁵.

En synthèse, le droit anglais est plus strict que le droit américain en matière d'admissibilité des clauses de protection d'accord : il interdit, sauf approbation des actionnaires, les *lock-ups* portant sur des actions ou des actifs substantiels et limite la possibilité de conclure des *break-up fees*. En revanche, malgré la controverse à ce sujet, les administrateurs de cibles potentielles peuvent s'engager à recommander l'approbation d'une offre et s'interdire d'encourager des projets concurrents, pour autant que la clause contribue à l'intérêt de la société, ses actionnaires, employés et créanciers, ce qui peut être en pratique délicat à établir, malgré le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration⁸⁷⁶.

D. Liberté de choix des actionnaires comme principe général du droit des sociétés

Les clauses de protection d'accord, on l'a vu, servent à protéger les parties des conséquences de la non-conclusion d'un contrat de fusion ou d'acquisition. Certaines anticipent la décision de l'assemblée générale ou des actionnaires : par exemple, si ces derniers refusent d'aller de l'avant, certains *lock-ups* d'actifs permettent au partenaire d'acheter une partie du patrimoine de la société⁸⁷⁷.

⁸⁷³ *Dawson International plc v. Coats Patons plc*, [1991] BCC 276. Voir GOWER/DAVIES (1997), p. 786-788 ; CHARLESWORTH/MORSE (1995), p. 821-822.

⁸⁷⁴ *Fulham Football Club Ltd. v. Cabra Estates plc*, [1994] BCLC 363, p. 392 Ch. D et C.A.

⁸⁷⁵ GOWER/DAVIES (1997), p. 786-788 ; CHARLESWORTH/MORSE (1995), p. 822.

⁸⁷⁶ GOWER/DAVIES (1997), p. 786-788.

⁸⁷⁷ Voir le *lock-up* prévu dans l'affaire *Holvís*, Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc sur Holvís AG*, RSDA 1995 p. 186, p. 187.

Selon l'importance quantitative ou qualitative des actifs cédés, ces options correspondent à une modification de fait du but social ou même à une liquidation de fait de la société. Le conseil d'administration n'est alors plus compétent pour les conclure et elles ne lient pas la société⁸⁷⁸. Toutefois, si l'on excepte le domaine des offres publiques d'acquisition et des offres concurrentes, où une réglementation spéciale s'applique, ce cas de figure est peu fréquent.

Les clauses moins radicales ne sont pas soumises à la compétence de l'assemblée générale, mais elles peuvent avoir comme effet pervers d'inciter les actionnaires à voter dans le sens de la proposition du conseil d'administration. Bien que la jurisprudence suisse ne se soit jamais penchée dessus, elles sont discutables au regard des principes généraux du droit des sociétés. En effet, si le conseil d'administration est compétent pour préparer les décisions de l'assemblée générale, il ne peut pas pour autant se prononcer à la place des actionnaires. Ce constat ne se limite pas à la prise de décision au sens strict, il s'étend aux éléments connexes. Le conseil d'administration doit donc rester neutre et objectif. Il lui est aussi interdit d'influencer la libre formation de la volonté de l'assemblée générale⁸⁷⁹. Or, si une clause de protection d'accord, un *break-up fee* ou un *lock-up*, limite la liberté de vote des actionnaires, sa conclusion viole les règles de répartition des compétences et elle est, par conséquent, nulle⁸⁸⁰.

C'est d'autant plus vrai qu'une telle clause peut constituer un acte de contrainte. Selon la partie générale du code des obligations, la volonté est viciée par une crainte fondée, lorsqu'une personne doit croire qu'un danger grave menace son patrimoine ou celui de ses proches⁸⁸¹. Or, une clause de protection d'accord qui prévoit des conséquences préjudiciables pour la société ou ses membres en cas de

⁸⁷⁸ Voir la très controversée affaire *Holvis*, Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc sur Holvis AG*, RSDA 1995 p. 186 (*lock-up* valable sur la base de la compétence d'urgence du conseil d'administration).

Sur la liquidation de fait et la modification du but social, voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 9 juillet 1974, *Dürst-Wismer c. Liegenschaften und Beteiligungen AG*, ATF 100 II 384, JT 1975 I 334 ; arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373.

⁸⁷⁹ BOCKLI (1997), p. 52–53 ; POLEDNA (2001), p. 927. Comp. WATTER/RAMPINI (2001), p. 15–16 qui vont jusqu'à considérer que l'égalité de traitement devrait même forcer le conseil d'administration à offrir à d'éventuels opposants la possibilité de communiquer aux actionnaires.

⁸⁸⁰ La décision interne à la société est, certes, nulle sur la base de l'art. 714 CO lu avec l'art. 706b ch. 3 CO, car elle néglige la structure de base de la société anonyme. Pour que cette nullité s'étende à la clause de protection d'accord, il faut que les parties aient eu pour intention de violer les règles de compétences et de forcer la main aux actionnaires. Art. 20 CO. Alternativement, le contrat ne lie pas la société si le cocontractant savait ou devait savoir que l'acte dépassait les compétences du conseil d'administration, ce qui sera généralement le cas. Art. 718a CO. Voir WATTER (2002a), ad art. 718a CO, no 5. Ce cas est assimilable au cas de l'abus de pouvoir de représentation visé par l'arrêt du Tribunal fédéral du 19 janvier 1993, *H. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 119 II 23, JT 1994 I 319.

⁸⁸¹ Art. 29 al. 1 CO et 30 CO.

refus⁸⁸² contraint les actionnaires à voter en faveur de la transaction. Ces derniers peuvent alors invoquer les règles sur les vices de la volonté et, en particulier, sur la crainte fondée pour annuler la décision de l'assemblée générale⁸⁸³.

Qu'elle soit fondée sur la liberté de vote ou sur la crainte fondée, cette invalidation ne peut pas être invoquée contre toutes les clauses de protection d'accord : elle s'attache seulement à celles qui contraignent les actionnaires à prendre la décision désirée par le conseil d'administration et son partenaire⁸⁸⁴ ou qui sont susceptibles d'influencer la volonté des actionnaires. En revanche, toutes celles qui se limitent à indemniser le partenaire, sans contraindre ou influencer l'exercice du droit de vote, sont admissibles.

Le seuil de tolérance se situe au niveau de l'intérêt négatif au contrat, c'est-à-dire à la différence entre la situation actuelle et celle où la partie serait si elle n'avait pas entrepris des négociations avec la société. Au-delà, une indemnité contractuelle ne se contente plus de réparer les frais engagés pour la procédure ; elle garantit l'approbation de la transaction par les actionnaires. Simultanément, elle fait supporter à la société le dommage causé à l'acquéreur par un refus légitime et, à ce titre, restreint la liberté de vote.

Toutefois, une indemnité inférieure à l'intérêt négatif n'est pas pour autant valable. Même à ce niveau, elle n'est pas exempte d'effet coercitif et, en définitive, le test de validité pour les clauses de *break-up fees* et de *lock-up* se résume à déterminer si, d'un point de vue quantitatif et qualitatif, elles influencent la volonté des actionnaires⁸⁸⁵.

⁸⁸² L'exercice du droit de vote a une double dimension d'acte individuel de l'actionnaire et d'élément constitutif de la volonté sociale au niveau de l'assemblée générale. Tant la société que les actionnaires agissent sous l'emprise d'une crainte fondée, lors d'un vote motivé par la crainte des effets d'une clause de protection d'accord. Par conséquent, l'opinion, plus que discutable, formulée par SCHWENZER (2000), no 38.18 selon laquelle une personne morale ne peut avoir de proches, ni être le proche de quelqu'un ne saurait être retenue. D'ailleurs, comme le relève justement SCHMIDLIN (1995), ad art. 29/30 CO, no 28, une société anonyme et ses actionnaires sont par principe des proches et une menace proférée envers un actionnaire concernant la société peut fonder une crainte.

⁸⁸³ Sur l'invocation des vices de la volonté contre une décision sociale, voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1976, *Schnydrig Hoch- und Tiefbau AG c. Chef du département de justice et police du canton du Valais*, ATF 102 Ib 21, JT 1977 I 251, consid. 4, p. 255 ; arrêt du Tribunal fédéral du 17 janvier 1939, *Volksbank Reiden A.-G. in Liq. c. Kunz et consorts*, ATF 65 II 2, consid. 4 c, p. 15-16 ; arrêt du Tribunal fédéral du 2 février 1925, *Valenti et Corti et al. c. Baugenossenschaft Klushalde*, ATF 51 II 65, consid. 3, p. 69-60.

DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 706 CO, no 7, s'agissant de l'invocation de l'erreur pour éviter l'extinction de l'action ; DRUEY (1997a), p. 138 ; BÖCKLI (1996), no 1316e ; HOMBURGER/MOSER (1989), p. 146 ; VON GREYERZ (1982), p. 189 ; VON STEIGER (1970), p. 214 ; BÜRGI (1957), ad art. 692 CO, nos 6-7.

⁸⁸⁴ Voir, en matière de crainte fondée qui suppose un lien entre la menace et l'acte préjudiciable, SCHMIDLIN (1995), ad art. 29/30 CO, no 31.

⁸⁸⁵ Comp. WATTER (2002b), p. 5-6 et WATTER/DUBS (1997), p. 1325-1326, considérant que ces clauses sont sanctionnées de nullité, car elles sont contraires à la clause générale de la loi contre la concurrence déloyale, selon laquelle « est déloyal et illicite tout comportement ou pratique commerciale qui est trompeur ou qui contrevient de toute autre manière aux règles de la bonne foi et qui influe sur les rapports entre concurrents ou entre fournisseurs et clients ». Art. 2 LCD.

En revanche, une clause de *no-shop* ou même de *no-talk* n'est pas problématique au regard de la liberté de choix⁸⁸⁶. Bien que ces clauses soient problématiques du point de vue de la diligence des administrateurs (par exemple s'il les acceptent à la légère), elles n'empêchent pas le libre exercice du vote lorsque le conseil d'administration soumet la transaction à l'approbation de l'assemblée générale.

En synthèse, les actes préparatoires doivent respecter la liberté de vote des actionnaires. Le conseil d'administration ne saurait contraindre ces derniers à se prononcer dans un sens déterminé sous la menace de conséquences préjudiciables pour eux ou la société. En revanche, ces principes ne s'appliquent que lorsque l'opération relève de la compétence de l'assemblée générale. A défaut, la liberté de vote des actionnaires ne limite pas le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration qui peut donc conclure les clauses de protection d'accord qu'il entend.

E. Liberté de choix lors des offres publiques d'acquisition

1. Principe

En droit suisse, si le devoir de respecter la liberté de vote des actionnaires découle des principes généraux du droit des sociétés, seul le droit des offres publiques d'acquisition prévoit une obligation expresse de garantir leur liberté de choix⁸⁸⁷. Celle-ci est mise en œuvre, notamment, par les règles sur le déroulement d'une offre publique et sur l'information des investisseurs. Toutefois, la pierre d'achoppement de cet édifice se situe à l'article 29 al. 2 LBVM : en aucun cas, le conseil d'administration ne peut conclure, pendant la période d'offre, des clauses de protection d'accord avec un chevalier blanc qui modifie substantiellement l'actif ou le passif de la société.

2. Egalité de traitement des offrants, garantie du libre choix des actionnaires

Bien que le conseil d'administration n'ait pas un devoir de susciter des enchères, il est, dans le cadre d'offres concurrentes, aux prises avec les mêmes conflits d'intérêts que lors d'une acquisition ordinaire⁸⁸⁸. Dans ce cas, le conflit peut se manifester par une préférence indue pour un des offrants avec lequel certain de ses membres entretiennent des liens privilégiés. C'est pourquoi, les propriétaires de titres de la société visée doivent pouvoir conserver leur liberté de choix⁸⁸⁹.

⁸⁸⁶ Comp. WATTER (2002b), p. 6.

⁸⁸⁷ Voir l'art. 30 al. 1 LBVM.

⁸⁸⁸ BERNET (1998), p. 310.

⁸⁸⁹ Art. 30 al. 1 LBVM.

A cette fin, l'ordonnance sur les OPA prolonge d'office la durée de l'offre initiale dès l'annonce d'une offre concurrente⁸⁹⁰ et, dérogeant aux règles générales sur la formation des contrats, elle permet aux actionnaires de révoquer leur acceptation⁸⁹¹ et à l'offrant de modifier son offre⁸⁹².

En outre, le conseil d'administration est obligé de traiter tous les offrants sur un pied d'égalité afin de ne pas entraver la liberté de choix des actionnaires⁸⁹³. Cette obligation s'étend même à notre sens à tous les acquéreurs ou partenaires de fusion potentiels, bien que la loi ne parle que des offrants. Sinon, il serait trop facile pour le conseil d'administration de contourner cette règle⁸⁹⁴ par des techniques alternatives, comme dans l'affaire *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, lorsque le conseil d'administration de Time Inc. a pu se prémunir contre une offre publique de la Paramount Communications Inc., par une fusion qui ne devait pas être soumise aux actionnaires⁸⁹⁵.

Selon ce principe, le conseil d'administration ne doit pas influencer le déroulement des enchères. Il ne doit pas faire pencher la balance d'un côté ou de l'autre, même si une offre lui paraît préférable⁸⁹⁶. Il n'a pas le droit d'avantager un offrant aux dépens des autres ou, au contraire, de prendre des mesures de défense actives contre un des offrants. Cette obligation, qui s'étend au-delà des clauses de protection d'accord, exige de donner les mêmes chances de réussite à tous les offrants.

En revanche, il n'interdit pas au conseil d'administration de manifester sa préférence pour une offre et de la recommander aux actionnaires⁸⁹⁷. Au contraire, ce dernier est même obligé de le faire en vertu de son devoir de prendre position sur l'offre publique d'acquisition⁸⁹⁸. Il peut ainsi rechercher un «chevalier blanc» ou même prendre des mesures pour le convaincre de présenter une offre, tant qu'il le traite sur un pied d'égalité avec l'offrant initial. Il ne saurait pour autant recommander une offre, parce qu'elle lui est plus favorable, et seuls les intérêts de la société et de ses actionnaires peuvent justifier ses préférences⁸⁹⁹.

3. Inégalités admissibles

L'intérêt social peut imposer un traitement différencié des offrants. C'est pourquoi une inégalité est admissible, avec l'accord de la Commission des OPA, si la société

⁸⁹⁰ Art. 50 al. 1 OOPA.

⁸⁹¹ Art. 50 al. 2 OOPA.

⁸⁹² Art. 51 OOPA.

⁸⁹³ Art. 48 al. 1 OOPA ; BERNET (1998), p. 309 ; VON DER CRONE (1996), p. 65. *Contra* TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 30 LBVM, no 4, qui voient exprimé à l'art. 48 OOPA un deuxième principe indépendant de la liberté de choix des actionnaires.

⁸⁹⁴ Art. 48 al. 1 OOPA.

⁸⁹⁵ *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, 517 A.2d 1140 (Del. 1991).

⁸⁹⁶ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 30 LBVM, no 4 ; BERNET (1998), p. 309 ; MEIER-SCHATZ (1996), p. 122.

⁸⁹⁷ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 30 LBVM, no 5 ; BERNET (1998), p. 313 ; VON DER CRONE (1996), p. 65.

⁸⁹⁸ Art. 29 al. 1 LBVM ; BERNET (1998), p. 313.

⁸⁹⁹ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 30 LBVM, no 5 ; WATTER (1990), no 743.

prouve l'existence d'un intérêt social prépondérant⁹⁰⁰. Toutefois, cette exception ne doit pas être admise à la légère et le conseil d'administration ne peut pas invoquer la présomption résultant de la *business judgment rule* pour avantager un des offrants⁹⁰¹. Par ailleurs, aucun autre intérêt ne justifie un traitement différencié⁹⁰².

4. Application en matière d'information des offrants

Dans la perspective des offrants, l'information est le nerf de la guerre. Ils en ont besoin afin d'évaluer la société cible au plus près. Or, la politique d'information du conseil d'administration peut varier : dans certains cas, ce dernier ne donne pas d'information particulière à l'offrant. Dans d'autres, il lui offre la possibilité de procéder à une *due diligence* approfondie⁹⁰³.

L'ordonnance sur les offres publiques d'acquisition prévoit que l'égalité de traitement des offrants s'étend à l'information qui leur est remise. La société visée doit donc fournir à tous les offrants la même information. Suivant la pratique établie sous l'ancien Code suisse des offres publiques d'acquisition dans l'affaire *Holvis AG*⁹⁰⁴, la Commission des OPA a retenu dans l'affaire *Stancroft Trust Ltd/Intersport PSC Holding AG* que si la société visée donne à l'un des offrants la faculté de procéder à une *due diligence*, elle doit l'offrir aux autres⁹⁰⁵. Cette obligation s'applique aussi lorsque le conseil décide de mettre à disposition d'un offrant ou d'un « chevalier blanc » des informations confidentielles ou des secrets d'affaires⁹⁰⁶.

Tout au plus, faut-il admettre une exception à l'égalité de traitement, lorsque l'offrant choisi par le conseil d'administration est déjà en relation d'affaires avec la société et dispose d'informations confidentielles propres à cette relation, qui n'auraient pas été communiquées à un acquéreur dans des circonstances ordinaires⁹⁰⁷.

⁹⁰⁰ Art. 48 al. 2 OOPA.

⁹⁰¹ BERNET (1998), p. 312.

⁹⁰² TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 30 LBVM, no 6.

⁹⁰³ Lors de négociation de fusions et acquisitions, les parties s'octroient le droit d'inspecter tout ou partie des documents sociaux. Cette phase permet à l'acquéreur ou aux sociétés qui fusionnent de mieux évaluer l'entreprise de leur partenaire. Voir SCHENKER, (2001) ; VISCHER (2000), *passim*.

⁹⁰⁴ Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc sur Holvis AG*, RSDA 1995 p. 186, p. 187. En dehors du domaine de l'information, l'égalité de traitement des offrants avait alors une portée moindre, car elle était fondée uniquement sur l'obligation de la société cible d'agir conformément à la bonne foi.

⁹⁰⁵ Voir la recommandation de la Commission des OPA du 7 août 2000, *Stancroft Trust Ltd/Intersport PSC Holding AG* et la recommandation de la Commission des OPA du 11 août 2000, *Stancroft Trust Ltd/Intersport PSC Holding AG*.

⁹⁰⁶ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 30 LBVM no 5 ; BERNET (1998), p. 310 ; MEIER-SCHATZ (1996), p. 122. Comp. VON DER CRONE (1996), p. 65, dont l'opinion revient à préjuger du choix des actionnaires. Elle permettrait au conseil d'administration de contrevenir à la liberté de choix des actionnaires et de favoriser un partenaire contrevenant par une information plus étendue

⁹⁰⁷ Comp. Recommandation de la Commission des OPA du 11 août 2000, *Stancroft Trust Ltd/Intersport PSC Holding AG*, consid. 1.2. Dans cette affaire, Intersport Deutschland qui avait présenté une offre concurrente sur Intersport PSC Holding AG avait eu accès aux procès-verbaux des séan-

La portée de cette exception reste cependant réduite : dès que ces informations franchissent le seuil de matérialité nécessitant qu'elles soient dévoilées à un acquéreur, le conseil d'administration doit les mettre à disposition de tous les offrants potentiels. Par exemple, il est possible de garder secrets les détails d'un projet de recherche et développement commun, cependant, le projet lui-même doit être dévoilé, s'il est susceptible d'influencer l'évaluation de la société.

Sur un plan plus formel, l'égalité de traitement porte sur le contenu de l'information. Partant, un offrant ne saurait requérir la communication d'un document particulier, s'il a déjà pris connaissance de l'information qu'il contient. En revanche, selon ce principe, si un offrant refuse de consulter des documents dont le contenu lui a été transmis, les autres peuvent demander à les consulter⁹⁰⁸.

Par ailleurs, la Commission des OPA a considéré que l'égalité d'accès à l'information des offrants⁹⁰⁹ comportait une obligation de confidentialité implicite et que, dès lors, la société cible ne saurait exiger la signature d'un engagement exprès⁹¹⁰. Bien qu'en bon droit, on puisse douter de la validité de cette construction, elle se justifie d'un point de vue pragmatique, parce qu'elle permet d'éviter des débats inutiles sur le contenu de cet engagement.

En définitive, la liberté de choix des actionnaires est garantie par l'égalité de traitement des offrants. Ce principe contraint le conseil d'administration à observer une stricte neutralité entre les différentes offres. Il l'empêche d'en favoriser une. Plus encore, il le contraint à fournir à tous les offrants les mêmes informations. Ce n'est qu'à des conditions exceptionnelles attestées par un rapport du réviseur et validées par la Commission des OPA, que le conseil d'administration peut déroger au principe de l'égalité de traitement des offrants pour garantir un intérêt social prépondérant.

F. Synthèse

Lors de la plupart des fusions et acquisitions, le droit suisse est face à une contradiction apparente : les actionnaires, en tant que membres de l'assemblée générale

ces du conseil d'administration de la société cible car elle avait un représentant à son conseil d'administration. La Commission des OPA a considéré que ces documents faisaient habituellement l'objet de la *due diligence* et a recommandé à Intersport PSC Holding AG de remettre ces documents à Stancroft Trust Ltd sur la base de l'art. 48 al. 1 OOPA.

⁹⁰⁸ Recommandation de la Commission des OPA du 11 août 2000, *Stancroft Trust Ltd/Intersport PSC Holding AG*, consid. 1.2.

⁹⁰⁹ Art. 48 al. 1 OOPA.

⁹¹⁰ Recommandation de la Commission des OPA du 11 août 2000, *Stancroft Trust Ltd/Intersport PSC Holding AG*, consid. 2.2 et 2.3, confirmée par la Décision de la Chambre des offres publiques d'acquisitions de la Commission fédérale des banques du 19 septembre 2000, *Intersport PSC Holding AG et Stancroft Trust Limited*, consid. 4. Voir l'opinion contraire de BERNET (1998), p. 312 notant à raison que nombre d'informations confidentielles auront déjà été révélées dans la prise de position du conseil d'administration à titre d'information nécessaire pour l'évaluation de l'offre.

ou en tant qu'investisseur, exercent la compétence décisionnelle, tandis que le conseil d'administration est chargé de préparer ces opérations et de représenter la société à l'égard des tiers.

Cette contradiction est résolue par le devoir du conseil d'administration de préserver la liberté de choix des actionnaires. Le conseil d'administration doit respecter leur droit de vote, tant pendant l'assemblée générale, qu'en amont : il lui est interdit de contraindre les actionnaires à voter dans un sens déterminé, notamment au moyen de clauses de protection d'accord.

Ce principe n'est cependant pas applicable, lorsque les actionnaires se prononcent sur l'opportunité d'une acquisition en vendant leurs titres. Le droit des offres publiques d'acquisition leur garantit alors la liberté de choix : d'une part, il interdit certaines mesures de défense. D'autre part, il instaure un principe d'égalité de traitement entre les offrants, empêchant ainsi le conseil d'administration et la direction de préjuger du choix des actionnaires. Cette obligation s'étend à notre sens au-delà des seules offres publiques d'acquisition pour s'appliquer à l'ensemble des fusions et acquisitions.

§ 4 Devoirs précontractuels du conseil d'administration

I. Négociation précontractuelle

Les fusions et acquisitions requièrent un contrat : le contrat de fusion ; le contrat de vente, d'échange ou d'apport, entre les sociétés concernées, lors d'acquisition de patrimoine ; ou le contrat de cession d'actions, entre l'acquéreur et les actionnaires de la société cédée, lors d'acquisition d'actions.

Sa conclusion est précédée de pourparlers précontractuels. Cette étape préalable est inévitable. Même lors d'offres publiques d'acquisition qui suivent le modèle du contrat d'adhésion (les actionnaires de la société cible peuvent soit accepter l'offre et adhérer au contrat sous-jacent, soit refuser l'offre sans pouvoir la renégocier), l'offrant discute souvent les termes de l'offre avec la société visée ou, du moins, essaye de convaincre les actionnaires de leur bien-fondé.

En pratique, les fusions et acquisitions sont conclues après de longues et complexes négociations : elles commencent par une phase préliminaire visant à déterminer le cadre général de l'accord ainsi que le mode de négociation, conduisant à la conclusion d'une lettre d'intention. Les parties expriment dans ce document sans effet obligatoire leur désir de mener à bien la transaction⁹¹¹ et, définissant des

⁹¹¹ Voir, sur cet aspect de la lettre d'intention, KRAMER (1991), ad art. 22 CO, nos 57–58 ; TSCHÄNI (1991), § 2, nos 8–9 ; WATTER (1990), no 267–270. Si les parties n'excluent pas leur volonté de

obligations de confidentialité et des devoirs d'information mutuels, elles mettent en place le cadre général de la deuxième phase de négociation. A ce stade aussi, elles prévoient des clauses de protection d'accord ainsi que les modalités pour mettre un terme aux négociations⁹¹².

La négociation de l'accord proprement dit intervient dans le cadre contractuel établi par la lettre d'intention. Les parties s'entendent alors sur les éléments essentiels et accessoires et sur les modalités de mise en œuvre. Pendant cette phase, l'acquéreur a souvent la possibilité de procéder à un examen détaillé de la société qu'il entend acquérir, avec l'appui d'experts (avocats, conseillers financiers ou experts environnementaux), la *due diligence*⁹¹³. Cet examen joue un double rôle : d'une part, il informe l'acquéreur des risques encourus et, d'autre part, il limite la portée d'éventuelles garanties du vendeur⁹¹⁴.

Au terme de ce processus, si les parties parviennent à s'entendre, elles concluront le contrat.

II. Devoirs précontractuels

A. En général

Le code des obligations ne régit pas expressément le déroulement des négociations. Néanmoins, selon la doctrine et la jurisprudence, ce silence n'est qu'apparent : dès que des pourparlers précontractuels sont initiés en vue de conclure un contrat, des devoirs naissent afin de régir leur bon fonctionnement⁹¹⁵. Ces règles sont fondées sur la partie générale du droit des obligations et s'appliquent donc à tous les contrats, y compris dans le domaine des fusions et acquisitions.

Toutefois, comme mentionné ci-dessus, les parties complètent ces devoirs avec la lettre d'intention : elles délimitent le cadre des négociations et stipulent des véritables devoirs contractuels applicables à ce sujet.

s'obliger et qu'une telle intention résulte des circonstances, la lettre d'intention peut selon les cas être qualifiée de promesse de contrat au sens de l'art. 22 CO, si elle exprime l'engagement des parties de conclure un contrat au contenu encore indéterminé. WATTER (1990), no 269. Elle peut même constituer un contrat à proprement parler, si elle exprime un accord sur les éléments essentiels, en réservant les éléments secondaires. Art. 2 al. 1 CO. KRAMER (1991), ad art. 22 CO, nos 65 et 76 s'agissant d'énumération des principes fondamentaux ou des principaux termes contractuels intitulés de *heads of agreements*, *memoranda of understanding* et autres *term sheets*.

⁹¹² Ce deuxième volet de la lettre d'intention constitue un accord de négociation (*Verhandlungsvertrag*), GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 983 ; KRAMER (1991), ad art. 22 CO, no 59 et nos 60-62 ; TSCHÄNI (1991), § 2, no 10 ; WATTER (1990), no 271.

⁹¹³ Voir SCHENKER, (2001) ; VISCHER (2000), *passim*.

⁹¹⁴ SCHENKER (2001), p. 211-213 ; VISCHER (2000), p. 230.

⁹¹⁵ SCHWENZER (2000), no 47.01 ; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 948 ; SCHÖNLE (1995), p. 30. MERZ (1992), no 118 ; KRAMER (1991), ad art. 22 CO, no 8. Voir notamment l'arrêt du Tribunal fédéral du 29 octobre 2001, G c. A., SJ 2002 I 164, p. 168-169 ; arrêt du Tribunal fédéral du 6 février 1979, *Escophon AG c. Bank in Langenthal*, ATF 105 II 75, JT 1980 I 66, consid. 2, p. 70.

Les devoirs précontractuels se fondent sur le principe général de la bonne foi⁹¹⁶ et peuvent être divisés en trois types de devoirs. Le premier impose de négocier sérieusement. Toute partie doit avoir l'intention de conclure un contrat. Elle doit se donner les moyens de négocier le contrat et elle doit mettre un terme aux pourparlers, dès qu'elle ne veut plus s'engager⁹¹⁷.

Ce devoir n'implique pas pour autant celui de contracter : chaque partie reste libre de conclure ou non et donc d'interrompre les négociations⁹¹⁸. Il se résume à une obligation de ne pas faire perdre son temps à son partenaire contractuel. Il implique de lui éviter des frais de négociation et, éventuellement, la perte d'opportunités d'affaires.

Le deuxième type de devoirs concerne ceux d'informer son partenaire. Ils impliquent d'une part, de ne pas, intentionnellement ou par négligence, le tromper ou l'induire en erreur par des informations fausses ou incomplètes⁹¹⁹ et, d'autre part, de lui communiquer tous les faits qu'il ne connaît pas et n'est pas censé connaître, pour autant qu'ils puissent influencer sa décision de conclure le contrat ou d'en accepter les conditions⁹²⁰.

La portée de cette deuxième catégorie est plus limitée qu'il n'y paraît. En principe, chaque partie doit veiller à ses propres intérêts et doit se renseigner sur les éléments susceptibles d'influencer sa décision de contracter. Elle doit évaluer elle-

⁹¹⁶ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 949 ; SCHÖNLE (1995), p. 30 ; KRAMER (1991), ad art. 22 CO, nos 10-11. Voir notamment l'arrêt du Tribunal fédéral du 29 octobre 2001, G c. A., SJ 2002 I 164, p. 168-169 ; arrêt du Tribunal fédéral du 10 octobre 1995, *Fédération suisse de lutte amateur c. René Grossen*, ATF 121 III 350, consid. 6c, p. 354 ; arrêt du Tribunal fédéral du 26 juin 1976, *Vanoli c. Thomas Domenig et consorts*, ATF 102 II 81, JT 1977 I 210, consid. 2, p. 213.

⁹¹⁷ SCHWENZER (2000), no 47.08 ; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), nos 950-951 ; SCHÖNLE (1995), p. 37 ; MERZ (1992), no 133 ; KRAMER (1991), ad art. 22 CO, nos 12-14. Voir notamment l'arrêt du Tribunal fédéral du 29 octobre 2001, G c. A., SJ 2002 I 164, p. 168-169 ; arrêt du Tribunal fédéral du 20 septembre 1990, X. c. Y, ATF 116 II 695, JT 1991 I 625, SJ 1991 298 ; arrêt du Tribunal fédéral du 6 juin 1951, *Meyer c. Ville de Neuchâtel*, ATF 77 II 135, consid. 2a, p. 137-138. A ce titre, ces devoirs s'apparentent aux devoirs généraux qui peuvent donner lieu à une responsabilité fondée sur la confiance voir arrêt du Tribunal fédéral du 10 octobre 1995, *Fédération suisse de lutte amateur c. René Grossen*, ATF 121 III 350, consid. 6c, p. 354 ; arrêt du Tribunal fédéral du 15 novembre 1994, *Wibru Holding SA c. Swissair Beteiligungen SA*, ATF 120 II 331, JT 1995 I 359.

⁹¹⁸ SCHWENZER (2000), no 47.08 ; SCHÖNLE (1995), p. 30.

⁹¹⁹ SCHWENZER (2000), no 47.09 ; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 958a ; MERZ (1992), no 124 ; KRAMER (1991), ad art. 22 CO, no 21. Voir notamment l'arrêt du Tribunal fédéral du 5 juin 1996, I. AG c. X, Praxis 85 (1996), no 239, consid. 2d, p. 938 ; arrêt du Tribunal fédéral du 26 juin 1976, *Vanoli c. Thomas Domenig et consorts*, ATF 102 II 81, JT 1977 I 210, consid. 2, p. 213 qui précise toutefois que « celui qui ne cherche pas à découvrir lors de pourparlers contractuels les erreurs commises par sa partie adverse et dont celle-ci aurait pu elle-même se rendre compte en y apportant l'attention requise n'agit pas contrairement aux règles de la bonne foi » ; arrêt du Tribunal fédéral du 19 septembre 1975, *Société anonyme S c. Commission fédérale des banques*, ATF 101 Ib 442, consid. 4b, p. 432.

⁹²⁰ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 958 ; SCHÖNLE (1995), p. 34 ; arrêt du Tribunal fédéral du 11 décembre 1998, O.S. c. B., ATF 125 III 86, SJ 1999 I 305, consid. 2c, p. 307-308, note CHAPPUIS ; arrêt du Tribunal fédéral du 6 février 1979, *Escophon AG c. Bank in Langenthal*, ATF 105 II 75, JT 1980 I 66, consid. 2, p. 70.

même la solvabilité de son partenaire en affaires et sa situation financière plus généralement⁹²¹. Le cas échéant, elle peut lui poser des questions ou procéder à des recherches indépendantes⁹²². Il n'existe donc pas de devoir général d'informer son cocontractant de tous les faits pertinents⁹²³.

Par ailleurs, l'étendue de cette obligation dépend de la nature du contrat et du déroulement des négociations, des intentions et connaissances des parties⁹²⁴. En présence de partenaires sophistiqués, chacun est responsable d'identifier seul les principaux risques en présence et d'avoir une information adéquate.

Ces réflexions valent pour des opérations d'une importance considérable comme les fusions et acquisitions. Dans ce cas, les parties, des hommes d'affaires aguerris, sont en effet à même de déployer une attention toute particulière afin de s'informer et se renseigner sur les faits pertinents, nonobstant la complexité de l'objet de la transaction⁹²⁵.

L'acquéreur doit procéder aux investigations nécessaires, notamment lors de la *due diligence*⁹²⁶. Il lui appartient d'évaluer les dangers et la qualité des renseignements à sa disposition. L'aliénateur ne doit pas le rendre attentifs à tous les risques

⁹²¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 16 avril 1998, *Musikvertrieb SA c. Motor-Colombus SA*, ATF 124 III 297, SJ 1998 460, consid. 6a, p. 466 ; arrêt du Tribunal fédéral du 11 décembre 1998, O.S. c. B., ATF 125 III 86, SJ 1999 I 305, consid. 2c, p. 307–308, note CHAPPUIS.

Ce dernier arrêt refuse la *culpa in contrahendo*, parce que l'organe recherché n'avait pas participé personnellement aux pourparlers, mais il ne se prononce pas explicitement sur l'existence de l'obligation d'informer. Si, en général, une société n'est pas tenue à un devoir d'informer spontanément ses cocontractants de sa situation financière, une société surendettée mérite un traitement distinct, puisqu'elle doit aviser le juge de son état et être mise en faillite afin de protéger les créanciers. Art. 725 al. 2 CO et art. 725a al. 1 CO. Cette conséquence ne peut être évitée que dans deux éventualités, soit le juge accepte d'ajourner la faillite pour autant que les intérêts des créanciers soient adéquatement protégés, soit le conseil d'administration a déjà pris des mesures d'assainissement qui permettront de remédier au surendettement rendant l'avis au juge inutile.

Par conséquent, les créanciers peuvent légitimement s'attendre que leur cocontractant ne soit pas en état de surendettement ou, au pire, fasse l'objet de mesures d'assainissement, soit sous le contrôle d'un juge, soit sous la responsabilité du seul conseil d'administration. Par conséquent, si cette attente légitime n'est pas avérée, la société doit la détromper en informant ses interlocuteurs.

⁹²² GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 958 ; SCHÖNLE (1995), p. 34 ; arrêt du Tribunal fédéral du 11 décembre 1998, O.S. c. B., ATF 125 III 86, SJ 1999 I 305, consid. 2c, p. 307–308, note CHAPPUIS ; arrêt du Tribunal fédéral du 16 avril 1998, *Musikvertrieb SA c. Motor-Colombus SA*, ATF 124 III 297, SJ 1998 460, consid. 6a, p. 466 ; arrêt du Tribunal fédéral du 26 juin 1976, *Vanoli c. Thomas Domenig et consorts*, ATF 102 II 81, JT 1977 I 210, consid. 2, p. 213.

⁹²³ SCHWENZER (2000), no 38.06 ; SCHÖNLE (1995), p. 35 ; KRAMER (1991), ad art. 22 CO, no 23 ; arrêt du Tribunal fédéral du 5 juin 1996, I. AG c. X, Praxis 85 (1996), no 239, consid. 2d, p. 938 ; arrêt du Tribunal fédéral du 6 février 1979, *Escophon AG c. Bank in Langenthal*, ATF 105 II 75, JT 1980 I 66, consid. 2, p. 70.

⁹²⁴ SCHWENZER (2000), no 38.06 ; SCHÖNLE (1995), p. 35 ; KRAMER (1991), ad art. 22 CO, nos 28-30 ; arrêt du Tribunal fédéral du 5 juin 1996, I. AG c. X, Praxis 85 (1996), no 239, consid. 2d, p. 938 ; arrêt du Tribunal fédéral du 6 février 1979, *Escophon AG c. Bank in Langenthal*, ATF 105 II 75, JT 1980 I 66, consid. 2, p. 70.

⁹²⁵ TSCHÄNI (1991), § 2, no 4 plaide pour des exigences sévères. Dans ce sens, VISCHER (2000), p. 232.

⁹²⁶ Voir SCHENKER, (2001) ; VISCHER (2000), *passim*.

potentiels. Toutefois, compte tenu de la complexité de la situation, les parties éprouvent de la difficulté à vérifier l'exactitude des déclarations, c'est pourquoi l'aliénateur doit s'assurer que ses réponses ne soient pas trompeuses et n'induisent pas en erreur son partenaire.

La troisième et dernière catégorie de devoirs comprend celui de prendre toutes les mesures nécessaires afin de ne pas léser les biens juridiquement protégés de son partenaire contractuel⁹²⁷. Ce devoir général se concrétise par une obligation de confidentialité ou de discrétion sur les informations confidentielles révélées dans le cadre des négociations⁹²⁸.

Dans leur configuration classique, les devoirs précontractuels incombent aux parties au contrat, c'est-à-dire, selon les cas, aux sociétés concernées ou à leurs actionnaires⁹²⁹. Il serait donc tentant de conclure que les membres du conseil d'administration et les directeurs ne sont pas liés par ces obligations, puisqu'ils ne participent pas aux négociations en leur nom, mais plutôt en leur qualité d'organe.

Bien que cette conclusion permette de maintenir un parallélisme entre les débiteurs d'obligations précontractuelles et ceux d'obligations contractuelles, elle néglige le fondement de cette première catégorie de devoirs en droit suisse. Ils sont fondés sur les règles de la bonne foi⁹³⁰. Ils ne se cantonnent donc pas aux seules parties contractantes, mais s'étendent aux organes qui participent à la négociation.

Cette idée transparait à l'article 39 CO qui institue une responsabilité pour le représentant sans pouvoir⁹³¹. Elle ressort aussi de la jurisprudence récente du Tribunal fédéral en matière de responsabilité des administrateurs pour le dommage direct causé à l'actionnaire ou au créancier. Dans ce cas, notre Haute Cour reconnaît que si un organe de gestion viole un devoir précontractuel, lors de négociations entre la société et un tiers, il engage sa responsabilité personnelle⁹³².

En synthèse, les obligations précontractuelles comprennent un devoir de négocier sérieusement, un devoir d'informer son cocontractant et un devoir d'éviter de lui porter préjudice. Elles incombent non seulement à la société, la future partie au contrat, mais à toutes les personnes qui ont participé à la négociation de l'opération, y compris, le cas échéant, les membres du conseil d'administration, leur imposant des obligations particulières lors des fusions et acquisitions.

⁹²⁷ SCHWENZER (2000), no 47.11 ; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 961 ; KRAMER (1991), ad art. 22 CO, no 238.

⁹²⁸ SCHÖNLE (1995), p. 36 ; KRAMER (1991), ad art. 22 CO, no 36.

⁹²⁹ SCHWENZER (2000), no 47.04.

⁹³⁰ Art. 2 CC.

⁹³¹ SCHWENZER (2000), no 47.04.

⁹³² Arrêt du Tribunal fédéral du 11 décembre 1998, O.S. c. B., ATF 125 III 86, SJ 1999 I 305, note CHAPPUIS qui nie l'existence d'une *culpa in contrahendo*, si l'organe ne participe pas personnellement aux pourparlers.

B. Dans le droit des offres publiques d'acquisition

Les offres publiques d'acquisition se distinguent du schéma classique de la négociation bilatérale entre deux parties disposant de pouvoirs de fait comparables. Elles répondent plutôt à celui du droit de la consommation relatif aux contrats d'adhésion.

Dans une certaine mesure, le conseil d'administration et la direction de la société cible négocient les termes de l'offre, défendant par ce biais, l'intérêt des actionnaires. Cependant, l'offrant n'est pas tenu de négocier avec les organes de la société cible. Par ailleurs, ces derniers peuvent être dans une situation de conflits d'intérêts, les incitant à veiller à leurs propres avantages.

C'est pourquoi la législation sur les offres publiques d'acquisition instaure un régime de protection des « consommateurs »⁹³³ : elle renforce les droits d'information des actionnaires et contrôle le contenu des offres publiques, afin de protéger les investisseurs dans le cadre de la formation du contrat de vente ou d'échange d'actions. Plus précisément, les devoirs de l'offrant concrétisent et renforcent ses obligations précontractuelles⁹³⁴. Par exemple, le devoir d'information est mis en œuvre par les règles sur le contenu du prospectus d'offre⁹³⁵, y compris l'obligation de le faire vérifier par un tiers, réviseur ou négociant en valeurs mobilières⁹³⁶.

III. Devoirs précontractuels comme limites des devoirs à l'égard de la société ?

Les obligations précontractuelles des organes peuvent contredire leurs devoirs de fidélité et de diligence. La société peut, dans certaines circonstances, avoir intérêt à enfreindre les premiers (par exemple, si elle continue à négocier avec un partenaire indésirable, afin de renforcer sa position dans ses pourparlers avec un autre plus opportun)⁹³⁷.

Ce cas de figure a été qualifié par l'analyse économique du droit *d'efficient breach* (littéralement une violation efficiente) : la victime est, en théorie, indemnisée et l'auteur réalise une meilleure affaire qu'en exécutant le contrat et, en défini-

⁹³³ KRAMER (1991), ad art. 22 CO, no 29 et les exemples cités par KRAMER (1991), ad art. 22 CO, no 20.

⁹³⁴ Voir dans le même sens l'arrêt du Tribunal fédéral du 19 septembre 1975, *Société anonyme S c. Commission fédérale des banques*, ATF 101 Ib 442, consid. 4b, p. 432 retenant que les devoirs imposés par la législation fédérale sur les fonds de placement concrétisent les obligations d'information précontractuelles.

⁹³⁵ Voir art. 24 al. 1 LBVM et art. 17 ss OOPA.

⁹³⁶ Voir art. 25 LBVM et art. 25 ss OOPA.

⁹³⁷ Cette configuration se réalisera chaque fois, que le profit de la société lié à la violation de son devoir précontractuel sera plus important que le dommage subi par le cocontractant, car la société réalisera un profit net positif en violant son devoir précontractuel et agit rationnellement en violant ce devoir.

tive, tout le monde se retrouve dans une meilleure situation⁹³⁸. La violation de l'obligation est donc efficiente.

L'organe est toutefois pris dans un dilemme : soit il viole un devoir précontractuel et respecte son devoir de fidélité, soit il fait passer la loyauté commerciale avant celle due à la société.

La solution de ce problème dépend du rapport entre les obligations précontractuelles et celle de fidélité. Si elles revêtent la même importance, les membres du conseil d'administration peuvent être tenus dans les cas où l'intérêt social le justifie d'agir contre les principes de la bonne foi. La société a alors l'obligation de les décharger des conséquences de leur bonne et fidèle exécution du mandat⁹³⁹. Cette façon de voir a le mérite de réconcilier le droit positif avec la théorie économique de l'*efficient breach*.

En revanche, la fidélité due à la société ne saurait contraindre un dirigeant à violer les devoirs précontractuels, si ces deniers engagent de façon absolue leur débiteur, de manière analogue aux obligations de droit public⁹⁴⁰. Le dirigeant respecte donc son devoir de fidélité, s'il ne viole pas ses devoirs précontractuels, même si la société pouvait ainsi réaliser un profit plus important dans l'hypothèse inverse.

Cette deuxième approche nous paraît conforme au droit positif suisse. Dans cet ordre juridique, le débiteur d'une obligation est tenu de l'exécuter, il n'a pas l'option d'indemniser son créancier pour le dommage causé par une inexécution⁹⁴¹, l'absence d'exécution forcée de certaines obligations n'affectant pas cette conclusion. Dès lors, la responsabilité précontractuelle n'est qu'un moyen de réparer la violation de l'obligation négocier de bonne foi par le versement d'une indemnité correspondant au dommage subi⁹⁴². Un intérêt social prépondérant ne saurait donc imposer, ni même justifier, un acte contraire à la loyauté en affaire.

En synthèse, le droit suisse ne connaît pas la théorie de l'*efficient breach*. Il n'oblige donc pas l'organe à violer son devoir de négocier de bonne foi, afin de respecter celui de fidélité. Dans cette perspective, les devoirs précontractuels limitent l'obligation faite aux administrateurs de rechercher l'intérêt social.

⁹³⁸ Voir POSNER (1998), p. 130–140.

⁹³⁹ Voir l'art. 402 al. 1 CO.

⁹⁴⁰ HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 803. Voir, en matière d'instructions contraires au droit ou aux bonnes mœurs, WEBER (1996), ad art. 397 CO, no 7 ; TERCIER (1995), no 4680 ; FELLMANN (1992), ad art. 397 CO, no 97 ; GAUTSCHI (1971), ad art. 397 CO, no 14a.

⁹⁴¹ Rappelons que le droit confère, en principe, une action en exécution tant pour les obligations de faire que pour les obligations de livrer. GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 973 ; ENGEL (1997), no 206, I.B ; VON TUHR/ESCHER (1974), p. 86–88. Comp. avec la citation de HOLMES, reproduite in POSNER (1998), p. 131, note 1 : « *The duty to keep a contract at common law means a prediction that you must pay damages if you do not keep it – and nothing else.* »

⁹⁴² Cette indemnité doit être équivalente à l'intérêt négatif au contrat.

§ 5 Conclusion

Appliqués à la négociation de fusions et acquisitions, les devoirs généraux se conjuguent en quatre temps : premièrement, le conseil d'administration est toujours libre d'entreprendre ou non une opération. Cette décision appartient par essence à sa compétence en matière de haute direction pour laquelle il dispose d'un pouvoir d'appréciation important.

Deuxièmement, le conseil d'administration dispose d'une grande marge de manœuvre lors de la négociation. Tant qu'il poursuit l'intérêt social, il doit seulement agir en connaissance de cause après s'être renseigné sur la transaction et les risques qu'elle implique. Le droit des fusions ne modifie pas cette conclusion : il exige un rapport d'échange adéquat, mais laisse le conseil d'administration apprécier cet élément. Le droit des offres publiques d'acquisition n'intervient guère davantage : il met en place un cadre institutionnel destiné à assurer une vente au plus offrant, sans obliger les organes sociaux à prendre des dispositions dans ce sens.

Troisièmement et c'est la principale limite au pouvoir du conseil d'administration lors de la négociation de fusions et acquisitions : il ne peut pas préjuger des choix des actionnaires. Lorsque la compétence décisionnelle revient à ces derniers, les organes de gestion sont, certes, compétents pour négocier et sélectionner les transactions intéressantes, mais ils ne peuvent pas pour autant contraindre les actionnaires par des clauses de protection d'accord comme des *lock-ups*. Ces agissements violeraient le droit de vote ou la liberté de choix des actionnaires garantie par le droit des offres publiques d'acquisition.

Finalement, les règles sur la *culpa in contrahendo* s'appliquent aussi lors des fusions et acquisitions. Les membres du conseil d'administration qui participent aux négociations doivent donc agir de bonne foi : ils doivent négocier sérieusement, et dans une certaine mesure, informer leur cocontractant, tout en veillant à ne pas lui porter un préjudice injustifié. Ce cadre juridique est d'ailleurs concrétisé et renforcé en matière d'offre publique d'acquisition par les règles sur le prospectus d'offre et la loyauté du processus.

De façon générale, ces obligations précontractuelles font obstacle au devoir d'agir dans le meilleur intérêt de la société et l'accroissement de la valeur se heurte au caractère absolu des devoirs précontractuels des administrateurs. Ces derniers ne sauraient donc être tenu de violer ces obligations, même si cet acte permettrait à la société de s'enrichir après avoir indemnisé les personnes lésées.

Bien que les sources varient d'une technique à l'autre, les réponses à ces questions ne changent pas substantiellement. Ainsi, le droit des sociétés et les principes généraux du droit des obligations créent une structure sur laquelle il est possible de greffer des obligations plus spécifiques. En d'autres termes, les règles générales sys-

tématisent et expliquent les règles spéciales ; elles fondent également des raisonnements par analogie qui, à leur tour, renforcent la systématique. Il est ainsi possible de dégager un véritable droit des fusions et acquisitions qui régit les devoirs du conseil d'administration lors d'opérations amicales.



CHAPITRE 5 OPPOSITION AUX ACQUISITIONS : LES MESURES DE DÉFENSE

§ 1 Introduction

I. Mesures de défense comme moyen de s'opposer à une prise de contrôle

Bien que le conseil d'administration puisse refuser de négocier une fusion ou une acquisition, il ne peut pas empêcher la prise de contrôle, puisqu'un acquéreur intéressé peut toujours le faire par une acquisition d'actions. Il peut présenter une offre publique d'acquisition hostile, former un concert ou acquérir un paquet d'actions, sans son concours voire malgré son hostilité.

Néanmoins, le conseil peut s'opposer indirectement à ces tentatives de prise de contrôle et recourir à des mesures de défense, c'est-à-dire tout acte de la société cible accompli dans le dessein d'empêcher, ou de rendre plus difficile, une prise de contrôle. Un inventaire complet serait vain, tant les acteurs économiques font preuve de créativité dans ce domaine⁹⁴³ : ces mesures peuvent être mises en place avant ou après la menace d'une prise de contrôle. Elles sont tantôt du ressort de l'assemblée générale, tantôt du conseil d'administration, voire de la direction.

En droit suisse, l'arsenal classique des mesures préventives est gravé dans les statuts. Afin d'empêcher l'acquisition d'actions par des personnes indésirables, une société peut prévoir une clause d'agrément, soumettant à l'approbation du conseil d'administration l'inscription au registre des actionnaires d'une personne dont la participation dépasserait un seuil statutaire⁹⁴⁴. Cette mesure peut être renforcée par une clause de limitation du droit de vote, fixant un nombre ou pourcentage maximal de droits de vote qu'un actionnaire donné peut exercer⁹⁴⁵. Face à ces clauses, l'acquéreur doit obtenir le soutien du conseil d'administration et, à défaut, doit convaincre l'assemblée générale soit d'amender les statuts soit de révoquer le conseil.

⁹⁴³ Pour un aperçu des mesures de défense disponibles en droit suisse : WERLEN (2001), p. 93–110 et p. 124–140 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, nos 1012–1066 ; KUY (1989), p. 61–151. Comp. Annexe 4 du Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002 pour un catalogue systématique des types de mesures de défense en Europe et VIANDIER (1999), nos 320 ss pour la France.

⁹⁴⁴ Art. 685d ss CO.

⁹⁴⁵ Art. 692 al. 2 *in fine* CO.

Or, afin de compliquer ces manœuvres destinées à passer outre l'opposition des dirigeants, la société peut soumettre l'abrogation de ces clauses à une majorité qualifiée⁹⁴⁶. Elle peut même se rendre invulnérable à une prise de contrôle sans l'accord d'un noyau dur d'actionnaires proches du conseil d'administration. Elle peut offrir au public des obligations ou des bons de participation, tous deux sans droit de vote⁹⁴⁷ ou émettre des actions à faible droit de vote et conserver entre des mains sûres des actions à droit de vote privilégié⁹⁴⁸. Toutefois, toutes ces techniques ont un prix, car les actionnaires publics escomptent l'absence de moyens effectifs permettant de renverser les détenteurs du pouvoir.

La société a aussi la possibilité de compliquer la prise de contrôle par des instruments contractuels. Elle peut recourir à du *poison debt* (des emprunts bancaires ou obligataires dont les termes sont modifiés automatiquement en cas de succès d'une offre publique d'acquisition inamicale)⁹⁴⁹. Elle peut soumettre ses contrats à des clauses de changement de contrôle, les résiliant à titre anticipé en cas de changement de contrôle⁹⁵⁰.

Face à une menace concrète, la société peut encore communiquer avec ses actionnaires et investisseurs, afin de les convaincre de ne pas vendre et de maintenir leur confiance en la gestion en place. Le conseil d'administration n'est pas limité aux seuls outils prévus par la loi, en particulier à son rapport. Il peut procéder à une véritable campagne de presse : il peut publier des communiqués et accorder des interviews. Il peut aussi démarcher directement certains investisseurs particuliers.

Par ailleurs, davantage pour crédibiliser son message au public que pour empêcher la prise de contrôle, le conseil d'administration modifie souvent sa politique de gestion : il distribue des dividendes extraordinaires, rachète des actions ou restructure la société afin de diminuer les charges et d'augmenter le bénéfice et le *free cash-flow*, autant de gages de son engagement en faveur des actionnaires.

La société a à sa disposition des mesures plus coercitives. Elle peut placer des actions ou des options, dans le public afin de renchérir l'offre, ou auprès d'une personne prête à appuyer le conseil d'administration et la direction en place (un écuyer blanc ; *white squire*). Elle peut rechercher un chevalier blanc (un *white knight*), un partenaire intéressé à effectuer un rapprochement ou une cession de contrôle. Elle peut aussi s'engager à céder certains actifs et passifs de la société à un partenaire, afin de se rendre moins intéressante aux yeux de l'offrant.

Toujours plus radicale dans sa résistance, elle peut entreprendre des fusions et acquisitions ou même essayer d'acquérir la société ayant initié la prise de contrôle (la défense dite *pac-man*).

⁹⁴⁶ Art. 704 al. 2 CO ; BÖCKLI (1996), no 1670a.

⁹⁴⁷ Art. 656a ss CO.

⁹⁴⁸ Art. 693 al. 1 CO.

⁹⁴⁹ DAENIKER (1992), p. 207.

⁹⁵⁰ DAENIKER (1992), p. 204–207.

II. Contrôle du marché ou confiance en l'administration en place

A. Présentation de la problématique

1. Application du pouvoir d'appréciation lors d'offres hostiles ?

Le conseil d'administration est libre, dans les limites de ses compétences, d'entreprendre ou d'accepter des fusions et acquisitions. En revanche, la question relative à l'exercice un droit, voire un devoir, d'opposition à ces opérations est plus complexe.

En temps normal, le conseil et la direction sont chargés de la gestion des affaires sociales en raison de leur connaissance approfondie de l'entreprise et de leurs compétences spécialisées. Il est logique, de prime abord, de les laisser apprécier l'opportunité d'un regroupement ou d'une nouvelle stratégie commerciale. S'ils estiment qu'un rapprochement ne contribue pas à l'intérêt social, ils doivent pouvoir non seulement refuser d'entrer en matière avec un partenaire potentiel, mais aussi l'empêcher de prendre le contrôle à son insu.

2. Rôle structurel des offres hostiles

Les offres publiques d'acquisition hostiles ne sont toutefois pas des transactions ordinaires. Elles jouent aussi un rôle de surveillance de la gestion⁹⁵¹ : l'offrant s'adresse non pas à la société ou à son conseil d'administration, mais à ses actionnaires en leur qualité de propriétaires d'actions. Son but est de prendre le contrôle et améliorer la gestion de la société cible. Si ses projets se concrétisent, il réalisera un profit correspondant à la différence entre la valeur des actions après son intervention et le prix payé.

Plus la gestion est inefficace, plus bas est le cours des actions. La probabilité d'une offre destinée à améliorer la gestion s'accroît alors. Cette pression à la baisse est plus marquée lorsque l'actionnariat est dispersé, car les investisseurs, face à une gestion inadéquate, préfèrent sortir de la société et vendre leurs actions plutôt que changer l'équipe en place⁹⁵².

Alors, comme l'a souligné MANNE dans son article paradigmatique sur le marché du contrôle social, les personnes intéressées à changer la gestion de la société peuvent acquérir le contrôle en présentant une offre publique d'acquisition. Si ce marché fonctionne, c'est-à-dire si les offrants peuvent librement contracter avec les actionnaires, les meilleurs dirigeants détiendront éventuellement le contrôle⁹⁵³. En

⁹⁵¹ Voir *supra* p. 37 ss. SHLEIFER/VISHNY (1997), p. 756 ; JENSEN (1988), p. 24-40 ; JARRELL/BRICKLEY/NETTER (1988) ; GILSON (1981) ; MANNE (1965).

⁹⁵² HIRSCHMANN (1970), *passim*, désigne ce phénomène par le concept de contrôle par la sortie, par opposition à un contrôle par la voix.

⁹⁵³ MANNE (1965), *passim*.

parallèle, la simple menace d'une offre publique d'acquisition incite le conseil d'administration à gérer les affaires sociales avec plus de diligence⁹⁵⁴.

La surveillance du marché du contrôle social n'est pas le fruit d'une volonté délibérée des actionnaires ou des offrants : les actionnaires aliènent leurs titres, parce que le prix de l'offre est supérieur à leur évaluation des actions ; ils ne cherchent pas à améliorer la gestion des ressources sociales. De même, l'offrant agit dans son propre intérêt et non dans l'intérêt social. Il estime que les actions ont une valeur supérieure à leur prix, parce qu'il estime être capable d'utiliser plus efficacement les ressources sociales. Dans ce cas, à moins qu'il ne se soit trompé dans son évaluation, l'offre est également dans l'intérêt de la société, puisqu'elle contribue à accroître sa valeur.

En synthèse, l'addition de ces actes égoïstes revient à poursuivre l'intérêt social. Les offres publiques d'acquisition jouent ainsi un rôle structurel analogue au droit de révoquer les membres du conseil d'administration : elles obligent ces derniers à être diligent.

3. *Conflit d'intérêts lié au rôle structurel*

Ce rôle structurel des offres publiques d'acquisition hostiles menace le conseil d'administration et la direction, qui se trouvent donc dans une situation de conflit d'intérêts potentiel. L'acquéreur peut chercher à censurer leur gestion en prenant le contrôle et en leur substituant une nouvelle équipe de direction, ils peuvent alors vouloir s'opposer à lui, afin de conserver leur mandat ou leur place de travail, tandis que la société a avantage à les révoquer. Cependant, le conflit d'intérêts peut n'être qu'apparent, par exemple, si l'offrant est moins compétent : l'intérêt de la société et de ses actionnaires impose dans ce cas d'empêcher l'acquisition.

Face à ce conflit d'intérêts latent, des voix se sont élevées pour limiter les pouvoirs du conseil d'administration lors d'offres publiques d'acquisition. Elles plaident en faveur de la passivité de ce dernier⁹⁵⁵ : par ce biais, les actionnaires peuvent librement décider s'ils veulent toujours donner leur confiance à l'équipe en place ou, au contraire, s'ils entendent profiter de l'offre pour sortir de la société.

En résumé, les mesures de défense posent deux questions centrales du droit des sociétés : premièrement, comment s'assurer que les agents maximisent les intérêts de leurs mandants ? Vaut-il mieux encourager l'exercice des droits de vote (*voice* dans la terminologie de HIRSCHMANN⁹⁵⁶) ou, au contraire, faire confiance au mar-

⁹⁵⁴ La seule existence des offres publiques d'acquisition ne garantit pas nécessairement un comportement diligent. En effet, si les mesures de défenses sont efficaces, le conseil d'administration peut être tenté de consacrer des ressources sociales à ce but. En revanche, si le marché du contrôle social fonctionne efficacement et que les actionnaires peuvent librement vendre le contrôle au plus offrant, il incitera les gérants à adopter un comportement plus diligent.

⁹⁵⁵ EASTERBROOK/FISCHEL (1981), *passim* ; GILSON (1981), *passim*.

⁹⁵⁶ HIRSCHMANN (1970), *passim*.

ché du contrôle social et laisser le droit de vendre ses actions déployer ses effets sur la gestion (la solution de *l'exit*) ? Cette seconde voie ne mérite d'être encouragée que si elle constitue un complément efficace de la surveillance assurée par l'exercice des droits sociaux. A défaut, les opérations de fusions et acquisitions doivent être limitées à leur fonction de regroupement d'entreprises.

Deuxièmement, qui est le plus à même de déterminer si une transaction est dans l'intérêt de la société ? L'exécutif social, en raison de ses connaissances et compétences spécialisées, et cela malgré l'existence d'un conflit d'agence, ou les actionnaires, directement intéressés à la performance de la société, mais réduits à un état d'apathie et d'ignorance rationnelle de par leur dispersion ? Dans le premier cas, le conseil d'administration doit pouvoir s'opposer aux offres hostiles, tandis que dans le second, le choix revient aux seuls actionnaires.

B. Efficacité du rôle structurel des offres publiques d'acquisition

1. Efficacité du marché du contrôle social

Avant de prendre position sur les mesures de défense, il convient d'examiner l'efficacité des offres publiques d'acquisition comme technique de *corporate governance*. *A priori*, le contrôle par le droit de vote est bien moins coûteux qu'une offre publique d'acquisition. Pour l'exercer activement, il suffit de présenter une proposition et d'entamer une campagne d'information destinée à convaincre les actionnaires, tandis qu'une offre publique d'acquisition requiert au contraire un financement, la mise en place des moyens nécessaires pour traiter les acceptations et, là aussi, une campagne d'information.

Néanmoins, des modèles économiques⁹⁵⁷ démontrent que l'exercice du droit de vote ne permet pas de transférer le contrôle en cas de gestion inadéquate. En résumant l'intuition sous-jacente, les coûts liés à l'exercice du droit de vote, y compris ceux d'information, édifient d'importants obstacles à son utilisation pour protéger les actionnaires.

Ce problème est d'autant plus grave que le conseil d'administration et la direction en place bénéficient d'une certaine confiance de la part des actionnaires, tandis qu'un dissident ne dispose au contraire de peu de moyens pour les convaincre. Les faits plaident contre lui : son intérêt personnel à retirer des bénéfices privés en exerçant une fonction au sein de la société est évident et il ne peut pas établir qu'il est plus compétent que l'équipe en place pour gérer la société.

Comme les actionnaires d'une société publique n'ont guère d'intérêt à s'informer sur la crédibilité du projet dissident, ils tendent à ne pas exercer leur droit de

⁹⁵⁷ POUND (1991) ; POUND (1988). Voir la description de EASTERBROOK/FISCHEL (1991), p. 79–84. Voir également les modèles de BEBCHUK/HART (2002) ; GILSON/SCHWARTZ (2001).

vote ou à faire confiance au conseil. Ils se méfient donc de tout contestataire. Face à cette réaction, un actionnaire important n'est pas incité à utiliser ses droits sociaux contre l'administration : il a trop peu de chances de réussir. Par conséquent, il a encore moins d'espoir de retirer les fruits de son activité.

Cette méfiance s'ajoute à deux obstacles évoqués précédemment : premièrement, en raison du problème d'action collective, un actionnaire actif ne peut retirer qu'une petite partie des bénéfices produits par une utilisation optimale des droits sociaux. Cette situation l'incite à rester passif. Ensuite, le conseil d'administration en place contrôle l'organisation et le déroulement des assemblées générales : à ce titre, il peut donc les influencer dans une certaine mesure⁹⁵⁸.

Les offres publiques d'acquisition résolvent ces problèmes. Elles crédibilisent l'offrant : il n'engage pas seulement sa parole, mais des espèces sonnantes et trébuchantes. Lors de ces opérations, ses revenus sont fonction non seulement d'éventuels bénéfices privés qu'il peut réaliser en prenant le contrôle, mais également du prix de l'offre. Si l'opération s'avère inefficace en raison d'une mauvaise évaluation, il en supporte les conséquences : il a payé trop cher par rapport aux avantages qu'il peut retirer. Cette prise de risque crédibilise et facilite les offres publiques d'acquisition.

En investissant dans les actions de la société, l'offrant signale aux actionnaires qu'il croit réaliser une bonne affaire. S'ils sont convaincus par ce signal, ils refuseront peut-être son offre dans l'espoir de partager les bénéfices de sa prise de contrôle, mais alors ils le suivront dans un éventuel *proxy fight* entrepris en parallèle. Toutefois, il ne doivent pas forcément partager l'analyse de l'offrant : dans ce cas, ils n'ont qu'à accepter l'offre et sortir de la société⁹⁵⁹.

En synthèse, l'offre publique d'acquisition est plus efficace qu'une campagne électorale. Elle est plus crédible, parce que l'offrant engage des frais importants pour mener à bien son projet. Dans sa perspective, elle est aussi plus rentable, parce qu'il perçoit les retours non seulement des actions qu'il détenait avant l'offre, mais aussi de celles qu'il a acquises à ce moment.

2. Efficacité du choix des actionnaires

Nonobstant les problèmes d'action collective, les actionnaires sont les personnes les mieux à même de décider de l'opportunité d'une offre publique d'acquisition. Si elle est hostile, les membres du conseil d'administration sont pris dans un conflit d'intérêts potentiel. Cette situation engendre un risque accru de comportement opportuniste et les actionnaires doivent donc agir pour éviter ce danger.

⁹⁵⁸ Voir *supra* p. 70 ss.

⁹⁵⁹ Voir les modèles de BEBCHUK/HART (2002) ; GILSON/SCHWARTZ (2001).

De plus, ils sont les mieux à même de déterminer l'opportunité d'une telle opération. Ils doivent engager peu de frais pour l'évaluer et pour s'informer (du moins en comparaison avec d'autres décisions sociales, notamment les élections). Ces transactions se déroulent en effet selon le modèle du contrat d'adhésion – ils peuvent soit accepter, soit refuser une offre – et ont un caractère financier – elles attribuent un prix aux actions. Dans ce domaine, les problèmes d'action collective sont donc réduits.

Enfin, les actionnaires ne sont confrontés qu'à des transactions « mûres ». Les offrants planifient et préparent la transaction, avant de la présenter aux actionnaires. Ces derniers ne reçoivent donc que des offres réfléchies et non dénuées de chances de succès ; ils ne doivent pas trier les transactions sérieuses des autres, comme doit le faire le conseil d'administration lors d'opérations amicales.

Les offrants n'engageant les ressources nécessaires que s'ils ont une perspective de profit important, les opportunités d'offres sont donc peu fréquentes et, dès lors, les coûts de la formation de la volonté sociale par l'assemblée générale sont raisonnables, si l'on prend en compte la rareté de l'événement⁹⁶⁰.

En conclusion, les actionnaires doivent être responsables d'accepter ou de refuser une offre publique d'acquisition hostile. Cette conclusion n'est pas absolue. D'abord, le conseil d'administration peut toujours essayer de les convaincre de recourir à des mesures de défense. Ensuite, il reste chargé de la direction de la société. Il doit pouvoir continuer à gérer la société comme d'ordinaire, bien que ses actes puissent inciter les actionnaires à faire confiance à son équipe et non à l'offrant.

§ 2 Solutions en droit comparé

I. Liberté de principe du conseil d'administration

A. Droit du Delaware

1. *Compétences et rôle du conseil d'administration*

En droit du Delaware, le conseil d'administration est habilité à prendre toutes les mesures de défense nécessaires. La jurisprudence fonde cette conclusion sur sa compétence générale⁹⁶¹. Son devoir de protéger la société contre toute menace

⁹⁶⁰ Ces observations se fondent sur BEBCHUK/HART (2002).

⁹⁶¹ Cette position se fonde sur le § 141(a) DGCL : « *The business and affairs of every corporation (...) shall be managed by or under the direction of a board of directors.* » Ainsi, dans l'arrêt *Unitrin*, la Cour suprême du Delaware a reconnu « *the prerogative of the board of directors to resist a third*

d'actionnaires ou de tiers comprend donc le droit de prendre des mesures de défense.

Comme ces actes relèvent de gestion, le conseil d'administration doit jouer un rôle actif face à une tentative de prise de contrôle⁹⁶². Les actionnaires n'ont pas leur mot à dire à ce propos : ils ne peuvent que se reposer sur les devoirs généraux du conseil d'administration ou essayer de révoquer les membres de cet organe.

Traditionnellement en droit américain, les tribunaux connaissent différents standards pour examiner les actes de gestion. Lorsqu'on reproche au conseil d'avoir manqué à son devoir de diligence dans la gestion des affaires sociales, ils appliquent la *business judgment rule*. En revanche, si l'affaire fait état d'une violation de l'obligation de fidélité, ils examineront rigoureusement l'équité (*fairness*) de la transaction⁹⁶³.

Comme on l'a vu, dans une situation d'offre publique d'acquisition hostile, les membres du conseil d'administration se trouvent dans une situation de conflit d'intérêts potentiel : ils ont avantage à faire échouer l'offre hostile. Lorsque ils réagissent à une offre publique d'acquisition ou, simplement, lors qu'ils statuent pendant la durée de cette opération, leur décision est empreinte d'un soupçon de déloyauté⁹⁶⁴. Toutefois, ce préjugé n'est de loin pas toujours fondé. Ils peuvent de bonne foi chercher à protéger l'intérêt de la société, des actionnaires ou tout simplement gérer les affaires de la société comme à l'ordinaire⁹⁶⁵. Cette ambiguïté complique l'examen de la fidélité du conseil d'administration⁹⁶⁶.

Le droit du Delaware a commencé à traiter ce problème avec le test du *policy conflict/primary purpose*. Ce critère développé dans l'affaire *Cheff v. Mathes* examinait si le conseil pouvait raisonnablement estimer que l'offre mettait en péril la politique de la société et si les mesures de défense protégeaient efficacement la société⁹⁶⁷. Selon cette jurisprudence, dès qu'il était établi que l'offre hostile menaçait

party's unsolicited acquisition proposal or offer ». *Unitrin v. American General Corp*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995), p. 1383. Voir *Revlon v. Mac Andrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, p. 180 (Del. 1986) ; *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946, p. 954 (Del. 1985).

⁹⁶² Voir par exemple, *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946 p. 954 (Del. 1985) sur la compétence du conseil d'administration de présenter une offre de rachat d'actions discriminant l'offrant hostile des actionnaires ordinaires ; *Moran v. Household International*, 500 A.2d 1346, p. 1351-1357 (Del. 1985) sur la compétence du conseil d'administration pour adopter un *poison pill*.

⁹⁶³ Voir GILSON (1981), p. 820-831.

⁹⁶⁴ *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, p. 1287 (Del. 1989) : « (...) where issues of corporate control are at stake, there exists 'the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders'. » Voir *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946 p. 955 (Del. 1985).

⁹⁶⁵ *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946 p. 955 (Del. 1985) ; *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548, p. 554 (Del. 1964).

⁹⁶⁶ *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946, p. 955 (Del. 1985) ; *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548, p. 554 (Del. 1964).

⁹⁶⁷ *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548, p. 555 (Del. 1964).

la société, le conseil bénéficiait de la *business judgment rule*. Il était donc libre d'agir à sa guise, car toutes les mesures de défense pouvaient être légitimées.

Pendant la vague d'offres publiques d'acquisition hostiles des années 80, les mesures de défense devinrent plus fréquentes et plus agressives. Ce durcissement conduit à une évolution de la jurisprudence⁹⁶⁸. Dans l'arrêt *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, la Cour suprême du Delaware jugea ainsi qu'avant d'appliquer la *business judgment rule*, le conseil d'administration devait prouver la conformité à l'intérêt social de la mesure de défense et son caractère raisonnable en comparaison avec la menace causée par l'offre⁹⁶⁹.

Dans cette affaire, le conseil d'administration considéra qu'un rachat d'actions propres discriminatoire s'imposait : selon lui, le prix proposé par l'offrant était inadéquat et son offre avait un caractère coercitif (portant sur 50% des actions de la société, elle forçait les actionnaires à vendre leurs actions). Par ailleurs, il releva que l'opération n'était en réalité qu'une tentative de *greenmailing*⁹⁷⁰. Acceptant ce point de vue, la cour admit que la mesure de défense était une réaction raisonnable à la menace.

Ainsi, depuis cette jurisprudence, les tribunaux n'appliquent ni la *business judgment rule* ni l'examen strict applicable lors de violation de l'obligation de fidélité, mais un mélange des deux : ils s'intéressent aux motivations du conseil d'administration et au caractère proportionné de sa réaction, sans juger rigoureusement l'équité de la décision⁹⁷¹. C'est pourquoi cet examen a été baptisé *l'intermediate standard*⁹⁷².

⁹⁶⁸ *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946 (Del. 1985). L'évolution de la technique est présentée comme un des motifs de celle de la jurisprudence :

« However, our corporate law is not static. It must grow and develop in response to, indeed in anticipation of, evolving concepts and needs. Merely because the General Corporation Law is silent as to a specific matter does not mean that it is prohibited. See *Providence and Worcester Co. v. Baker*, Del. (...). In the days when Cheff, Bennett, Martin and Kors were decided, the tender offer, while not an unknown device, was virtually unused, and little was known of such methods as two-tier "front-end" loaded offers with their coercive effects. (...)

More recently, as the sophistication of both raiders and targets has developed, a host of other defensive measures to counter such ever mounting threats has evolved and received judicial sanction. These include defensive charter amendments and other devices bearing some rather exotic, but apt, names : Crown Jewel, White Knight, Pac Man, and Golden Parachute. Each has highly selective features, the object of which is to deter or defeat the raider. »

(*Unocal v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946, p. 957, nous soulignons)

⁹⁶⁹ *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946 p. 955 (Del. 1985).

⁹⁷⁰ Le *greenmailing* se conçoit comme une forme de chantage (*blackmail*) par laquelle une personne contraint le conseil d'administration de lui racheter sa participation à un prix substantiel pour éviter une offre publique d'acquisition hostile, ce prix substantiel rémunérant le silence de l'acquéreur potentiel.

⁹⁷¹ *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, 517 A.2d 1140, p. 1153 (Del. 1991).

⁹⁷² GILSON/BLACK (1995), p. 823.

En synthèse, selon la « *just say no defense* »⁹⁷³, le conseil d'administration peut prendre des mesures de défense propres à empêcher qu'une offre aboutisse à deux conditions examinées *in abstracto*⁹⁷⁴ : premièrement, elles doivent répondre à une menace potentielle à l'encontre d'un intérêt légitime⁹⁷⁵. Deuxièmement, elles doivent être proportionnée à cette menace⁹⁷⁶.

2. Libre exercice du droit de vote, limites des mesures de défense

En droit américain, si un offrant veut prendre le contrôle sans s'exposer à un risque de dilution conséquent, il doit convaincre le conseil d'administration de la société cible de ne pas utiliser de mesures de défense. Il peut parvenir à cet objectif de deux façons : soit il peut négocier avec le conseil d'administration en place et le convaincre d'accepter l'acquisition, soit il peut essayer de le révoquer et faire élire des administrateurs plus favorables à ses projets.

La première voie rend l'acquisition amicale : elle est acceptée par le conseil d'administration. Elle retire de ce fait à l'offre publique d'acquisition tout caractère d'instrument de *corporate governance*. Celle-ci ne peut alors pas être utilisée pour révoquer un conseil d'administration inepte. La seconde option renvoie les offrants au *proxy fight*, mais préserve le caractère hostile de l'opération.

Les dirigeants ont donc aussi essayé de se protéger contre cette deuxième technique de prise de contrôle hostile. C'est pourquoi de nombreuses sociétés ont proposé à leurs actionnaires de modifier les règles d'élection du conseil d'administration : elles ont proposé un « *staggered board* ». Selon ce système, chaque administrateur est élu pour un mandat irrévocable d'une durée déterminée de trois ans et, chaque année, l'assemblée générale élit seulement un tiers des membres du

⁹⁷³ A titre anecdotique, le nom de cette théorie est inspiré d'une campagne de prévention contre les stupéfiants qui invitait le public à simplement dire non aux produits stupéfiants (« *just say no* ») et qui avait été fortement appuyée par l'épouse du Président des Etats-Unis d'alors. C'est pourquoi certains ont baptisé cette théorie « *Nancy Reagan defense* ». Relevons avec une teinte d'ironie que cette théorie permet à la société de prendre des *poison pills*...

⁹⁷⁴ *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985), p. 1350.

⁹⁷⁵ Cette menace peut résulter des facteurs suivants :

« [the] inadequacy of the price offered, nature and timing of the offer, questions of illegality, the impact on "constituencies" other than shareholders (i.e., creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally), the risk of nonconsummation, and the quality of securities being offered in the exchange. »

Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. et al., 496 A.2d 946 p. 955 (Del. 1985).

⁹⁷⁶ GILSON/BLACK (1995), p. 894-895. Voir *Paramount Communications Inc. v. Time Inc.*, 517 A.2d 1140, p. 1153 (Del. 1991). On peut cependant se demander si l'interdiction des mesures draconiennes, c'est-à-dire des coercitives ou dirimantes, qui résulte de l'arrêt *Unitrin v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361, p. 1387-1388 (Del. 1985) s'étend jusqu'à interdire celles qui peuvent entraver le succès d'une offre. Voir JENNINGS/MARSH/COFFEE/SELIGMAN (1998), p. 804 ; GILSON/BLACK (1995), *ibid.* ; *Moore Corp v. Wallace Computer Servs.*, 907 F. Supp 1545 (D. Delaware 1995).

conseil⁹⁷⁷. Celui-ci est ainsi certain qu'aucun offrant ne peut prendre le contrôle, lors d'une élection donnée.

Non content de recourir à ce moyen d'éviter une prise de contrôle légale – elle se fonde sur une base statutaire expresse – les conseils d'administration ont aussi recouru à des mesures de défense destinées à renforcer leur protection contre un éventuel *proxy fight*. Cependant, selon l'arrêt *Blasius*, le recours à des instruments ayant pour objet principal de restreindre le libre exercice du droit de vote par les actionnaires doit répondre à des motifs impérieux (*compelling justifications*), sujets à un examen plus strict que la *business judgment rule* ou le standard de l'arrêt *Unocal*⁹⁷⁸. Plus encore, dans l'arrêt *Unitrin v. American General Corp.*, la Cour suprême du Delaware a précisé que la jurisprudence *Blasius* s'applique aussi aux mesures de défense⁹⁷⁹.

En synthèse, la jurisprudence *Unocal/Unitrin* permet au conseil d'administration de prendre des mesures de défense contre des offres publiques d'acquisition, si elles constituent des réponses raisonnables et proportionnées à des menaces à l'intérêt social. En revanche, il ne saurait s'immuniser contre une initiative des actionnaires visant à le remplacer ni manipuler la formation de leur volonté par des fausses informations, par une influence indue sur les modalités d'exercice du droit de vote ou par un obstacle aux pouvoirs de ses successeurs.

B. Droit allemand

Depuis le 1^{er} janvier 2002, l'Allemagne s'est dotée d'une loi sur les offres publiques d'acquisition : la *Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen* du 20 décembre 2001⁹⁸⁰ qui, contrairement à la tendance prédominante en Europe⁹⁸¹, adopte une position favorable aux mesures de défense.

⁹⁷⁷ Voir § 141(d) DGCL.

⁹⁷⁸ *Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988), p. 661. Voir le *leading case*, *Schnell v. Chris-Craft Industries*, 285 A.2d 437 (Del. 1971) sanctionnant la décision d'avancer le jour d'une assemblée générale pour rendre plus difficile un *proxy fight* ; *Aprahamian v. HBO & Co*, 531 A.2d 1204 (Del. Ch. 1987) sanctionnant une décision retardant pour les mêmes motifs une assemblée générale. *Lerman v. Diagnostic Data, Inc.*, 421 A.2d 906 (Del. Ch. 1980) ; *Chesapeake Corporation v. Shore*, 771 A.2d 293 (Del. Ch. 2000) sur l'exigence d'une majorité qualifiée pour révoquer le conseil d'administration.

⁹⁷⁹ *Unitrin v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361.

Afin de permettre à un tiers acquéreur de prendre le contrôle de la société sans le consentement du conseil d'administration, la Cour suprême du Delaware a annulé un *poison pill* qui ne pouvait être révoqué si la majorité du conseil d'administration avait été élue moins de six mois auparavant. Selon la Cour, cette disposition revenait à empêcher ce dernier d'exercer ses devoirs légaux et de gérer les affaires de la société. *Quickturn Design Systems v. Mentor Graphics Corporation*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).

⁹⁸⁰ BBI 2001 I No 72, p. 3822.

⁹⁸¹ Voir le catalogue cité par MERKT (2001), p. 233.

La première phrase de la § 33(1) WpÜG interdit au directoire⁹⁸² de faire échouer une offre publique d'acquisition de la publication jusqu'à la publication de son résultat, posant le principe d'un devoir de neutralité de l'exécutif social⁹⁸³. Toutefois, la deuxième phrase de cette disposition ainsi que le § 33(2) WpÜG prévoient tant d'exceptions que les mesures de défense deviennent admissibles : la loi autorise les décisions qu'un gérant organisé et informé aurait prises en l'absence d'une offre publique d'acquisition, ainsi que les actes destinés à encourager les offres concurrentes⁹⁸⁴. Elle autorise même le conseil de surveillance à déléguer au directoire la compétence d'adopter des mesures destinées à empêcher qu'une offre d'aboutisse.

Elle permet à l'assemblée principale, par une décision prise à une majorité des trois-quarts du capital représenté, de conférer au directoire la faculté de prendre mesures de défense qui seraient autrement de sa propre compétence⁹⁸⁵. Elle peut ainsi avant toute offre lui permettre de décider seul d'augmenter le capital ou d'aliéner des participations importantes⁹⁸⁶. Elle peut donner cette autorisation pour une période maximale de 18 mois, sans attendre une menace concrète, mais une fois qu'elle l'a accordée, elle ne peut plus empêcher le directoire de prendre une mesure de défense. L'approbation préalable du conseil de surveillance édifie alors le seul rempart contre une telle décision⁹⁸⁷.

Le principe de neutralité tolère certaines des exceptions susmentionnées, mais d'autres, autorisant les organes exécutifs à empêcher l'offre publique d'acquisition, le vident de sa substance. Il est admissible que le directoire puisse prendre toutes les décisions qu'un gérant organisé et informé aurait prises en temps usuel, peu importe que ce soit des actes de gestion courante ou des projets d'importance stratégique^{988/989}, puisque, comme nous l'avons vu précédemment⁹⁹⁰, l'exécutif doit continuer à gérer la société nonobstant une offre publique hostile⁹⁹¹.

⁹⁸² En droit allemand, le directoire est l'organe chargé de la gestion courante d'une société anonyme (§ 76(1) AktG). Il est strictement séparé du conseil de surveillance qui est chargé de contrôler et de surveiller la gestion des affaires sociales (§ 111(1) AktG).

⁹⁸³ Bundesregierungs-Entwurf du 5.10.2001, p. 57.

⁹⁸⁴ § 33(1) WpÜG.

⁹⁸⁵ § 33(2) WpÜG première phrase.

⁹⁸⁶ Voir WINTER/HARBARTH (2002), p. 16, qui relèvent que cette mesure ne serait pas envisageable pour une décision de fusion dans la mesure où l'Umwandlungsgesetz exige que la décision de l'assemblée principale se fonde sur un contrat de fusion déterminé et non *in abstracto*.

⁹⁸⁷ § 33(2) WpÜG in fine.

⁹⁸⁸ Voir WINTER/HARBARTH (2002), p. 6 ; SCHNEIDER (2002), p. 128-129.

⁹⁸⁹ Le standard applicable à l'appréciation de la diligence des membres du directoire soulève une question délicate. Pourront-ils se contenter de se fonder sur la *business judgment rule* allemande résultant du large pouvoir de discrétion que lui confère le Bundesgerichtshof allemand (BGHZ 135, p. 244 « ARAG », p. 255) ? Ou est-ce que l'état de fait conflictuel d'une offre publique d'acquisition plaide plutôt en faveur d'un standard plus strict ? Contre l'application de cette *business judgment rule*, WINTER/HARBARTH (2002), p. 7. Pour, SCHNEIDER (2002), p. 129.

⁹⁹⁰ Voir *supra* p. 191 ss.

⁹⁹¹ Bundesregierungs-Entwurf du 05.10.2001, p. 58.

De même, le principe de neutralité n'est pas contredit par la possibilité faite au directoire de rechercher des offres concurrentes, pour autant qu'elles viennent élargir la palette des choix des actionnaires et non la restreindre. En effet, le conflit d'intérêts auquel le conseil d'administration est confronté lors d'offres hostiles ne risque pas de léser la société ou ses actionnaires : lorsqu'il crée des alternatives, il ne limite pas leur choix ; il l'étend, ces derniers pouvant toujours choisir l'offre la plus opportune à leurs yeux.

En revanche, la loi contredit le principe de neutralité, lorsqu'elle admet les mesures de défense concrètes approuvées par le conseil de surveillance⁹⁹², car ses membres, qui ne participent pas à la gestion courante, sont en proie à des conflits d'intérêts latents, certes d'une intensité moindre que ceux menaçant les membres du directoire, mais néanmoins réels⁹⁹³.

Cette exception s'explique par le système de codétermination du droit allemand et une politique protectionniste sur le plan international, plutôt que la systématique du droit des sociétés : la loi permet au conseil de surveillance d'autoriser les mesures de défense afin de laisser les représentants des travailleurs siégeant au conseil de surveillance intervenir. Elle protège ainsi ces derniers contre un comportement opportuniste des actionnaires ou de l'offrant.

L'autre justification invoquée par le législateur allemand est d'ordre international. Il voulait garantir l'égalité des conditions de jeu (*level playing field*) aux sociétés allemandes dans le marché global du contrôle des sociétés. A son avis, une société américaine ne devrait pas pouvoir prendre le contrôle d'une société allemande par une offre publique d'acquisition hostile, alors que l'inverse ne serait pas possible⁹⁹⁴. C'est pourquoi il s'est aligné sur la position américaine et a permis les mesures de défense décidées par les organes d'administration au sens large.

De même, les mesures de défense autorisées à l'avance par l'assemblée principale contredisent aussi le principe de liberté de choix des actionnaires⁹⁹⁵. Bien qu'elles évitent les obstacles associés à la compétence de l'assemblée principale et à

⁹⁹² Le conseil de surveillance est chargé exclusivement de contrôler et surveiller la gestion des affaires sociales (§ 111(1) AktG). Il ne participe pas à la celle-ci, si ce n'est en ratifiant des décisions (§ 111(4) AktG) et ses membres ne peuvent pas faire partie du directoire, être fondés de procuration ou disposer du pouvoir d'engager la société (§ 105(1) AktG).

⁹⁹³ Bundesregierungs-Entwurf du 05.10.2001, p. 57. Le projet du gouvernement, qui a été modifié par la Commission des finances, ne prévoyait pas cette possibilité. Voir *Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses*, p. 66 ; MERKT (2002), p. 253–254. En faveur du système légal, SCHNEIDER (2002), p. 129.

⁹⁹⁴ *Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses*, p. 66. Comp. Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002, p. 42 ss, considérant néanmoins qu'il ne se justifie pas pour autant de suivre le système américain.

⁹⁹⁵ MERKT (2001), p. 252. Comp. Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002, p. 29–30, qui a envisagé mais exclu d'inclure cette possibilité dans le projet de directive sur les offres publiques d'acquisition.

la difficulté de convoquer une assemblée dans un temps raisonnable⁹⁹⁶, elles laissent les actionnaires donner un blanc-seing au directoire par beau temps, pendant une période d'euphorie. Alors que ces derniers pourraient regretter ce geste, si la situation se dégradait.

En synthèse, le devoir de neutralité de l'exécutif social, postulé comme principe directeur du droit des offres publiques d'acquisition par le droit allemand, n'est qu'une façade. L'assemblée principale, à l'avance, et le conseil de surveillance, lors d'une offre, peuvent autoriser le directoire à prendre des mesures de défenses qui seraient en temps ordinaire de la compétence des actionnaires.

II. Devoir de neutralité

A. Droit anglais

Le General Principle 7 du City Code on Takeovers and Mergers postule la liberté de choix des actionnaires comme principe général et interdit au conseil d'interférer avec l'offre. Il est concrétisé par des règles détaillées : le conseil d'administration ne peut pas émettre de nouvelles actions, des options sur de nouvelles actions ou des droits de conversion. Il ne peut pas vendre ou acquérir des actifs significatifs. S'il entend procéder à l'une de ces mesures, il doit informer l'assemblée générale du contenu et des conséquences de l'offre (le cas échéant pressentie) et lui demander son approbation⁹⁹⁷.

Le City Code on Takeovers and Mergers définit notion de « significatifs » selon trois critères de comparaison : le rapport entre la contre-prestation reçue pour l'aliénation et la valeur des actions de la société ; le rapport entre la valeur des actifs aliénés et la somme des actifs sociaux ; et, finalement, le rapport entre la part du bénéfice d'exploitation attribuable aux actifs aliénés et le bénéfice d'exploitation total. Dès qu'un de ces rapports dépasse 10%, la transaction est présumée porter sur un montant significatif.

Toutefois, le commentaire officiel invite aussi à prendre en compte des éléments qualitatifs : si la transaction vise à aliéner des actifs d'une importance qualitative particulière pour le fonctionnement de la société, elle peut également être considérée comme portant sur des actifs significatifs, bien qu'elle ne le soit pas selon les critères quantitatifs⁹⁹⁸. Dans le même ordre d'idées, les rachats d'actions propres font l'objet d'une réglementation spécifique⁹⁹⁹.

Non seulement ce principe général s'applique aux cas visés par une règle expresse, mais il peut aussi fonder à lui seul une décision. Sur cette base, le Panel et

⁹⁹⁶ Bundesregierungs-Entwurf du 05.10.2001, p. 58.

⁹⁹⁷ Rule 21.1 du City Code on Takeovers and Mergers.

⁹⁹⁸ Notes to Rule 20.1 City Code on Takeovers and Mergers.

⁹⁹⁹ Voir la Rule 37.3 City Code on Takeovers and Mergers.

Appeal Committee ont estimé qu'une action judiciaire intentée afin d'empêcher une offre d'aboutir n'était pas compatible avec le City Code on Takeovers and Mergers¹⁰⁰⁰.

En synthèse, le droit anglais prévoit un devoir exprès de neutralité pour le conseil d'administration qui vise toutefois à protéger la liberté de choix des actionnaires et non l'offrant. Si les dirigeants désapprouvent une offre publique d'acquisition, ils sont renvoyés à leur pouvoir de persuasion : ils peuvent essayer de convaincre les actionnaires de refuser l'offre ou leur proposer une alternative avec l'aide d'un chevalier blanc. En revanche, ils ne sauraient les forcer à suivre leurs préférences.

B. Proposition de directive européenne sur les offres publiques d'acquisition

1. Interdiction des mesures de défense

Tout comme le modèle anglais, la proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition¹⁰⁰¹ postule que les actionnaires, destinataires d'une offre, doivent décider seuls de l'accepter ou de la refuser¹⁰⁰², car :

¹⁰⁰⁰ *BAT Industries plc*, [1990] J.B.L. 67, Appeal Committee Statement.

¹⁰⁰¹ L'adoption d'une directive européenne qui a pour but de réglementer les offres publiques d'acquisition est un des serpents de mer du droit communautaire applicable aux sociétés. Le premier projet date de 1989 (proposition de treizième directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition, J.O.C.E. 14 mars 1989, C 64, p. 28 ; avec exposé des motifs COM (88) 823 final.). Après un avis défavorable du Comité économique et social et surtout une réaction négative des Etats membres qui jugeaient le projet trop détaillé, la Commission a retiré sa proposition de directive.

Le 8 février 1996, la Commission présenta une seconde proposition de treizième directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition du 8 février 1996, J.O.C.E. C 162, du 6 juin 1996, p. 5 ; avec exposé des motifs COM (95) 655 final. Le 4 juillet 2001, cette deuxième proposition fut finalement refusée par le Parlement européen à l'issue d'un vote de 273 contre 273 voix. Sans nous livrer à des conjectures, il faut relever que l'issue de l'offre publique d'acquisition de *Vodafone* sur *Mannesmann* a refroidi les ardeurs des représentants allemands.

Malgré ce refus *in extremis*, la Commission a maintenu son objectif d'une réglementation communautaire des offres publiques d'acquisition. Dans ce but, elle a nommé un Groupe d'experts de haut niveau chargé d'étudier les voies et moyens de modernisation du droit européen des sociétés dont le mandat couvrait expressément les questions liées aux offres publiques d'acquisition. Le Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002 a servi de cadre à la troisième tentative de mettre en place une directive européenne régissant les offres publiques d'acquisitions : la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002, COM (2002), 534(01). Les superstitieux noteront d'ailleurs que ce troisième projet s'intitule tout simplement « proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition » et a omis de mentionner (pour conjurer le sort ?) qu'elle serait la treizième directive européenne en matière de droit des sociétés. Après d'intenses négociations entre la Commission, le Conseil et des représentants du Parlement européen, un texte de compromis a été arrêté et devra désormais être soumis à l'approbation du Parlement. Voir le Rapport sur la proposition de directive du Parlement

« [a]fin d'éviter des opérations susceptibles de faire échouer l'offre, il y a lieu de limiter les pouvoirs de l'organe d'administration ou de direction de la société visée de se lancer dans des opérations de nature exceptionnelle, sans pour autant empêcher indûment la société visée de mener ses activités habituelles »¹⁰⁰³.

Dès que l'organe d'administration ou de direction a connaissance du prospectus d'offre, jusqu'à la publication du résultat, le conseil d'administration ou la direction ne peuvent pas décider seuls d'entreprendre des mesures susceptibles d'empêcher l'offre d'aboutir à l'exception de la recherche d'offres concurrentes¹⁰⁰⁴. L'assemblée générale des actionnaires doit donc être consultée, avant que la société prenne des mesures de défense¹⁰⁰⁵.

L'organe d'administration ou de direction ne doit pas être passif pour autant : il peut et doit informer les actionnaires en publiant un avis motivé sur l'opportunité de l'offre. Ce document doit tenir compte de l'ensemble des intérêts de la société, y compris des places de travail, et prendre position sur les plans stratégiques de l'offrant et leurs répercussions probables sur l'emploi¹⁰⁰⁶.

L'administration ou la direction peut aussi proposer à l'assemblée générale des mesures idoines. Pour contrecarrer l'argument allemand selon lequel celle-ci ne peut pas répondre à temps à une offre hostile¹⁰⁰⁷, la proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition permet aux Etats membres d'autoriser sa convocation à brève échéance pendant une offre publique d'acquisition. Dans ces circonstances, l'organe d'administration ou de direction peut donc la convoquer sans respecter les conditions usuelles pour autant qu'elle ne se réunisse pas moins de deux semaines après la notification de l'offre¹⁰⁰⁸. Cette règle garantit aux actionnaires un laps de temps pour réfléchir sur l'opportunité de l'acquisition avant de statuer par la vente de leurs actions ou l'exercice de leurs droits sociaux.

européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition (Coopération renforcée entre commissions – article 162^{bis}) – Commission juridique et du marché intérieur, du 8 décembre 2003, A5/2003/0469.

¹⁰⁰² Voir le principe énoncé à l'art. 3(1)(c) de la proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition.

¹⁰⁰³ Considérant 15 de la proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002.

¹⁰⁰⁴ Art. 9(2) proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002. L'art. 9(3) proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002 permet d'anticiper le début de la période suspecte et de le fixer au moment où le conseil d'administration ou la direction ont connaissance de l'imminence d'une offre.

¹⁰⁰⁵ L'Exposé des motifs à l'appui de la proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002, p. 8, propose de comprendre cette notion comme toute mesure susceptible de faire échouer une offre et qui sort du cadre normal des activités de la société ou n'est pas conforme aux pratiques habituelles du marché.

¹⁰⁰⁶ Art. 9(5) proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002.

¹⁰⁰⁷ Voir le Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002, p. 29–30.

¹⁰⁰⁸ Art. 9(4) proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002.

Si l'organe d'administration veut faire échouer une offre publique d'acquisition sans l'approbation des actionnaires, il doit donc rechercher des offres concurrentes¹⁰⁰⁹. Même dans ce cas, ces derniers ont le dernier mot : ils peuvent choisir entre la proposition de l'offrant initial et celle du chevalier blanc.

Conformément au principe général de la liberté de choix¹⁰¹⁰, l'organe d'administration ne peut pas favoriser un offrant et, dès que les enchères sont ouvertes, il doit respecter l'égalité de traitement entre les offrants. De plus, il ne saurait, sans l'accord de l'assemblée générale, faire plus que rendre un avis motivé favorable à l'une des offres concurrentes¹⁰¹¹.

2. Neutralisation des restrictions au droit de vote

La proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition ancre la liberté de choix des actionnaires, non seulement en interdisant aux organes d'administration de prendre des mesures de défenses, mais aussi en neutralisant certaines restrictions au droit de vote.

Formé suite à l'échec de la deuxième tentative d'harmonisation du droit des offres publiques d'acquisition afin d'examiner l'opportunité d'une réglementation européenne et de proposer un cadre adéquat pour la mener à bien, le Groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés est à l'origine de cette deuxième garantie du libre choix des actionnaires.

Dans son rapport sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition, il critique non seulement les mesures des organes d'administration, mais aussi les restrictions au droit de vote. Il préconise ainsi le maintien d'un rapport de proportionnalité entre la prise de risque et le contrôle ou, pour reprendre la terminologie anglaise, entre le *residual claim* et le *residual control*, l'idée maîtresse du Groupe de haut niveau d'experts étant que la capacité des actionnaires à permettre une prise de contrôle doit être proportionnelle à leur participation au capital de la société.

Ce groupe est donc hostile aux instruments juridiques contredisant le principe « *one share, one vote* » : les actions à droit de vote privilégié, les clauses de plafonnement des droits de vote mais aussi, ce qui est surprenant pour le juriste suisse, l'attribution d'un droit de vote aux actions privilégiées¹⁰¹² et même les

¹⁰⁰⁹ *A contrario* art. 9(2) proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002.

¹⁰¹⁰ Voir l'art. 3(1)(c) proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002.

¹⁰¹¹ Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002, p. 29.

¹⁰¹² Le rapport vise exclusivement les actions privilégiées dont la participation au bénéfice est limitée à la part privilégiée et non, explicitement du moins, aux actions privilégiées, disposant en plus de leur dividende privilégié, un droit au dividende ordinaire. Selon le Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002, p. 23, note 13, la première catégorie de titres ne méritent pas le nom d'actions.

conventions d'actionnaires et les structures pyramidales de groupes de sociétés^{1013/1014}.

Selon son rapport, ces mesures ne devraient pas permettre de bloquer une offre publique d'acquisition. Toutefois, le Groupe de haut niveau d'experts ne requiert pas une interdiction totale de ces instruments. Il préconise deux règles destinées à tempérer leurs effets : premièrement, il recommande que les sociétés cotées fassent la transparence sur l'utilisation de ces mesures et, de façon plus générale, sur le lien entre le capital et le contrôle¹⁰¹⁵.

Deuxièmement, il innove et plaide en faveur de la neutralisation momentanée de ces instruments lors d'offres publiques d'acquisitions (ou « *break through* ») : d'abord, pendant l'offre publique d'acquisition, lorsque l'assemblée générale statue sur les mesures de défense à prendre¹⁰¹⁶ et, ensuite, si l'offre recueille plus de 75% du capital-actions, quand elle est appelée à modifier les statuts ou à changer la composition du conseil d'administration afin que l'acquéreur puisse prendre le contrôle¹⁰¹⁷.

La neutralisation constitue une proposition intéressante pour deux raisons : premièrement, elle garantit la liberté de choix des actionnaires quant à un changement de contrôle par une offre publique d'acquisition. Comme elle rend inopérantes les limitations au transfert des titres et au droit de vote, les actionnaires peuvent exprimer leur volonté, soit « avec leurs pieds » en vendant leurs actions et en quittant la société, soit « avec leurs voix » en votant dans le sens de l'offrant.

Deuxièmement, elle rend plus efficace le système de surveillance de la gestion des sociétés par le marché du contrôle social : elle facilite la tâche aux offrants potentiels et accroît la liquidité du marché du contrôle social qui, à son tour, rend plus

¹⁰¹³ Par structure de groupe pyramidale, le Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002 vise les sociétés cotées qui sont des filiales d'un groupe de sociétés. Les actionnaires majoritaires de la société mère peuvent contrôler la filiale cotée avec une participation au capital relativement faible. Par exemple si un actionnaire détient 51% du capital d'une holding qui détient elle-même 51% du capital d'une société cotée en bourse. Cet actionnaire contrôle la société cotée avec un investissement qui correspond au maximum à 26.01% du capital. En se servant de l'effet de levier des fonds empruntés, si la holding finance à concurrence de 50% sa participation par des fonds étrangers, la mise de l'actionnaire ne correspond qu'à 13.005% du capital de la société cotée. En d'autres termes, un actionnaire public de cette société qui investirait directement et sans emprunt dans 14% de la société aurait moins de pouvoir que l'actionnaire de contrôle, alors qu'il a placé davantage dans la société. Voir Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002, p. 41.

¹⁰¹⁴ Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002, p. 22-23.

¹⁰¹⁵ Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002, p. 26-27.

¹⁰¹⁶ Voir le Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002, p. 31-42.

¹⁰¹⁷ Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002, p. 34-35.

aisé le transfert du contrôle social à l'acquéreur le plus qualifié, aboutissant à une situation plus efficiente économiquement.

La proposition de directive d'octobre 2002 suit le Groupe de haut niveau d'experts et prévoit que les Etats membres de la Communauté européenne doivent rendre inopposables les restrictions statutaires ou contractuelles aux transferts de titres pendant la période d'acceptation de l'offre¹⁰¹⁸. De même, ils doivent suspendre les restrictions au droit de vote, lorsque l'assemblée générale se prononce sur des mesures de défense¹⁰¹⁹. Enfin, tous ces obstacles ainsi que les droits spéciaux des actionnaires concernant la nomination ou la révocation des membres du conseil d'administration ou de la direction doivent être réduits au silence lors de la première assemblée générale qui suit le succès d'une offre¹⁰²⁰, si elle est convoquée pour modifier les statuts ou changer la composition des organes exécutifs de la société cible.

La proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition s'est cependant limitée aux clauses statutaires de restriction au transfert et de restriction au droit de vote. Elle ne s'est pas attaquée aux actions à droit de vote double ou multiple, considérant que « *de tels titres s'intègrent dans un système de financement des sociétés et qu'il n'est pas prouvé que leur existence rend les offres publiques d'acquisition impossibles* »¹⁰²¹.

Ce point de vue a suscité l'ire des milieux intéressés de certains Etats membres qui, comme l'Allemagne, interdisent les actions à droit de vote multiple sans interdire les clauses de plafonnement ou d'agrément¹⁰²². Ces derniers soulignent ainsi non sans raison que cette solution consacre une exception non justifiée au principe de l'égalité des conditions de jeu (*level playing field*) tant au sein de l'Union européenne que dans les relations avec les Etats-Unis. C'est pourquoi après d'intenses négociations entre le Parlement et le Conseil, la proposition de directive a été amendée et permet aux Etats membres de renoncer tant à l'interdiction des mesures de défense qu'à la neutralisation des restrictions au droit de vote^{1022a}, proposition qui retire toute portée pratique à la directive. Dès lors, en l'état actuel, cette troisième mouture de réglementation européenne des offres publiques d'acquisition n'a guère de chances de connaître une suite plus glorieuse que les précédentes, puisque, si elle entre en vigueur un jour, ce sera sans ses principaux attributs.

¹⁰¹⁸ Art. 11(2) proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002.

¹⁰¹⁹ Art. 11(3) proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002, tel que modifié par l'amendement 21 du 8 décembre 2003.

¹⁰²⁰ Art. 11(4) proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002, tel que modifié par l'amendement 21 du 8 décembre 2003.

¹⁰²¹ Exposé des motifs à l'appui de la proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002, p. 9.

¹⁰²² § 12(1) et § 12(2) AktG. Comp. L. 225–123 al. 1 C.com. en droit français, permettant de donner un droit de vote double à certains actionnaires qui détiennent leurs actions depuis plus de deux ans. Voir COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY (2002), no 832.

^{1022a} Art. 11^{bis} (1) proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002, tel que modifié par l'amendement 21 du 8 décembre 2003.

De plus, elle ne neutralise que partiellement les obstacles statutaires à la prise de contrôle. Les sociétés cotées peuvent ainsi conférer à leurs dirigeants une position inexpugnable. Or, dans une perspective d'harmonisation européenne, cette discrimination entre les différentes formes de distorsion de la proportionnalité entre le contrôle et la prise de risque est problématique.

Par ailleurs, des actionnaires peuvent contourner l'interdiction des restrictions conventionnelles par le recours à une détention corporative des actions du syndicat : par exemple, au lieu de se baser sur un accord de nature contractuelle, ils peuvent fonder une personne morale chargée de détenir les actions et d'exercer les droits de vote. Dans ce cas, à moins de faire abstraction de sa personnalité et de la gestion centralisée qu'elle suppose, les restrictions au droit de vote ou au transfert d'actions ne peuvent être rendues inopérantes. Néanmoins, malgré ces lacunes, une telle règle constitue un progrès en terme d'efficacité du système de gouvernement des sociétés cotées.

§ 3 Traitement des mesures de défense en droit suisse

I. Systématique de l'approche suisse

Contrairement aux ordres juridiques examinés précédemment, le droit positif suisse ne prend pas de position de principe sur les mesures de défense du conseil d'administration. La loi sur les bourses se contente de lui interdire de prendre des décisions sur des actes juridiques qui modifient significativement l'actif ou le passif de la société, de la publication d'une offre, jusqu'à l'annonce de son résultat¹⁰²³. Le droit des sociétés ne régit pas cette problématique, bien qu'il prévienne la possibilité d'introduire dans les statuts des obstacles aux prises de contrôle hostiles.

La compétence de la Commission des OPA en matière de dispositions sur les mesures de défense « *ayant pour but, de manière inadmissible, de prévenir ou empêcher le succès d'une offre* »¹⁰²⁴ donne l'impression que certaines sont inadmissibles par essence. Cependant, sa mise en œuvre n'est pas si ambitieuse : l'ordonnance sur les OPA prévoit seulement que les mesures de défense manifestement contraires au droit des sociétés sont inadmissibles¹⁰²⁵. Perpétuant ainsi la pratique établie sous l'ancien Code suisse des offres publiques d'acquisition dans l'affaire *Holvis*¹⁰²⁶, elle se contente d'un pouvoir de cognition – réduit – sur les questions de droit des sociétés liées aux offres publiques d'acquisition.

¹⁰²³ Art. 29 al. 2 LBVM.

¹⁰²⁴ Art. 29 al. 3 LBVM.

¹⁰²⁵ Art. 36 OOPA.

¹⁰²⁶ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 15. Voir la décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc sur Holvis AG*, RSDA 1995 p. 186, p. 187.

D'ailleurs, on peut douter que cette concrétisation réponde au but de la norme. En effet, cette interdiction vise, non seulement à assurer le respect du droit des sociétés, mais elle constitue aussi une clause générale prohibant les mesures de défense déloyales dans le marché des capitaux¹⁰²⁷. Dans le même sens, selon HIRSCH, elle confère à la Commission des OPA un mandat général d'agir contre de telles mesures de défense¹⁰²⁸. Lue de la sorte, elle pourrait revêtir sa fonction véritable de clause générale¹⁰²⁹. Malheureusement, cette interprétation ne reflète pas l'état du droit positif ni la volonté historique du législateur et ne peut être suivie¹⁰³⁰.

L'absence de réglementation générale des mesures de défense ne les rend pas pour autant admissibles en droit suisse : la loi sur les bourses restreint les compétences du conseil d'administration lors d'offres publiques d'acquisition et l'empêche de décider seul de certaines mesures de défense. Par ailleurs, les règles de compétence du droit des sociétés et, plus notablement, les devoirs de diligence, de fidélité et d'égalité de traitement des actionnaires renforcent ces restrictions. Elles sont mises en œuvre par le juge civil, à la disposition des parties, et, d'office, par la Commission des OPA sur la base de l'interdiction des mesures de défense inadmissibles.

II. Compétence en matière de mesures de défense

A. Répartition générale des compétences selon le code des obligations

Comme nous l'avons vu précédemment, l'assemblée générale dispose de compétences primordiales¹⁰³¹. Elle est compétente pour prendre certaines décisions contre des prises de contrôle hostiles. Elle est aussi compétente pour modifier la structure du capital. Si la société entend introduire des actions à droit de vote privilégié ou financer ses besoins de fonds propres en permettant au public de souscrire des bons de participation, elle est appelée à statuer, ne serait-ce que pour autoriser le conseil d'administration à augmenter le capital de la sorte. Il en va de même, si la société désire supprimer le droit préférentiel de souscription, afin d'éviter une prise de contrôle hostile¹⁰³², pour autant que cela constitue un juste motif¹⁰³³ ce qui est douteux au demeurant¹⁰³⁴.

¹⁰²⁷ WATTER/DUBS (1998), p. 1316. Voir ZOBL (1997), p. 68–69, qui considère cependant que la loyauté s'apprécie uniquement à la lumière de l'intérêt social et du droit des sociétés ; VON DER CRONE (1996), p. 66.

¹⁰²⁸ HIRSCH (1998), p. 43. Voir WATTER/DUBS (1998), p. 1316.

¹⁰²⁹ WATTER/DUBS (1998), p. 1316 ; *de lege ferenda* ZOBL (1997), p. 69.

¹⁰³⁰ Commentaires, Projet de la Commission des OPA du 22 juin 1996 concernant l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition, no 60.

¹⁰³¹ Voir *supra* chapitre 2, § 2.

¹⁰³² Voir, expressément, l'art. 35 al. 2 lit. d OOPA qui s'applique uniquement dès la publication d'une offre jusqu'à l'annonce de son résultat.

¹⁰³³ Voir l'art. 652b al. 2 CO.

¹⁰³⁴ Bien que la notion de justes motifs soit indéterminée et doive s'apprécier au regard des circonstances du cas d'espèce, une suppression du droit préférentiel de souscription qui serait destinée ex-

En outre, si elle veut limiter l'influence de certains acquéreurs par une clause d'agrément¹⁰³⁵ ou une de plafonnement des droits de vote¹⁰³⁶, l'assemblée générale doit se prononcer sur la modification des statuts. *Last but not least*, elle est seule compétente pour prolonger la durée du mandat des membres du conseil d'administration ainsi que pour modifier les majorités requises en vue de le révoquer ou de supprimer les clauses susmentionnées¹⁰³⁷.

Néanmoins, le conseil d'administration, en tant qu'organe exécutif de la société, gère les affaires de la société¹⁰³⁸. Il est chargé de toutes les questions qui ne sont pas attribuées à l'assemblée générale par la loi ou les statuts¹⁰³⁹. Or, sous réserve de l'article 29 al. 2 LBVM, cette compétence résiduelle est inchangée lors des offres publiques d'acquisitions hostiles.

Il conserve donc la faculté de décider des mesures de défense comprises dans la gestion sociale au sens large : il peut engager une campagne d'information contre l'offre hostile ou entamer des négociations avec un chevalier blanc disposé à présenter une contre-offre¹⁰⁴⁰. Il peut racheter des actions propres, pour se défendre ou pour céder à un *greenmail*¹⁰⁴¹, ou encore les revendre à des alliés¹⁰⁴².

Pour autant qu'il existe une base statutaire adéquate, le conseil d'administration a la faculté de refuser d'agréer l'acquéreur comme actionnaire avec droit de vote¹⁰⁴³. Il peut aussi lui opposer des restrictions statutaires au droit de vote. Il peut en outre émettre des actions sur la base d'un capital autorisé et, le cas échéant, supprimer le droit préférentiel de souscription pour un motif statutaire¹⁰⁴⁴. L'exercice

clusivement à éviter une prise de contrôle ne saurait être admissible. En effet, la loi exige que nul ne soit avantagé ou désavantagé de manière non fondée. Art. 652b al. 2 CO. Or, une suppression du droit préférentiel de souscription en vue de placer des actions entre les mains de personnes proches du conseil d'administration ou de l'actionnaire majoritaire leur confère un avantage injustifié (considérant l'effet de dilution des voix et de la part au bénéfice d'exploitation que la mesure suppose). De même, discriminer l'acquéreur en vue d'affaiblir sa participation est disproportionnée, car il existe d'autres mesures moins dommageables, comme les clauses de limitation du droit de vote ou les clauses d'agrément, pour parvenir au même but. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 6 juillet 1965, *Wyss-Fux AG c. Fux*, ATF 91 II 298 ; JT 1966 I 264.

¹⁰³⁵ Rappelons que s'agissant de sociétés cotées, les clauses d'agrément ne constituent pas un obstacle au transfert de la propriété, mais entraînent l'extinction des droits sociaux tant que l'acquéreur n'a pas été inscrit comme actionnaire (voir l'art. 685f al. 2 et 3 CO).

¹⁰³⁶ Art. 692 al. 2 CO *in fine*.

¹⁰³⁷ Art. 698 al. 1 CO en tant que ces clauses modifient les statuts.

¹⁰³⁸ Art. 716 al. 2 CO.

¹⁰³⁹ Art. 716 al. 1 CO.

¹⁰⁴⁰ VON DER CRONE (2000a), p. 177 ; TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 18 ; TSCHÄNI (1998a), p. 230 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 1057.

¹⁰⁴¹ PETER/BAHAR (2000), p. 16 ; HOFSTETTER (1998), p. 44 ; NOBEL (1997), p. 519 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 1060–1062a ; TSCHÄNI (1991), § 11, nos 60–62.

¹⁰⁴² HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, nos 1058–1059.

¹⁰⁴³ HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, nos 1014–1025.

¹⁰⁴⁴ Art. 651 al. 4 CO. Sur la suppression du droit préférentiel de souscription, par le conseil d'administration, voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision AG*, ATF 121 III 219, JT 1996 I 162.

de ces compétences dans ce contexte n'est toutefois pas nécessairement conforme aux devoirs généraux, comme nous le verrons ultérieurement¹⁰⁴⁵.

Par ailleurs, dans ses rapports externes, le conseil d'administration a le pouvoir d'accomplir au nom de la société tous les actes qu'implique le but social. Or, contrairement à l'ancienne doctrine anglo-saxonne de *l'ultra vires*, ils recouvrent : « *non seulement les actes qui sont utiles à la société ou qui rentrent dans l'activité normale de l'entreprise. Ils comprennent également les affaires exceptionnelles qui peuvent contribuer à atteindre le but social, c'est-à-dire toutes celles que le but social n'exclut pas.* »¹⁰⁴⁶ La conformité au but social s'apprécie donc sur une base abstraite et objective et non au regard des circonstances particulières d'un cas d'espèce¹⁰⁴⁷. Par conséquent, la société est engagée par ses organes, même si la mesure de défense est contraire à l'intérêt social¹⁰⁴⁸.

Par ailleurs, les restrictions au pouvoir de représentation ne sont pas opposables au tiers de bonne foi¹⁰⁴⁹. Or, il est peu probable qu'un tiers connaisse ou doive connaître des restrictions internes du pouvoir de conclure des mesures de défense, du moins lorsque les représentants sont membres du conseil d'administration.

Dès lors, d'un point de vue pratique, un organe n'est effectivement empêché d'engager la société que dans les cas d'abus manifeste du pouvoir d'appréciation, c'est-à-dire lorsqu'il serait évident pour le cocontractant que l'organe ne poursuit pas l'intérêt social mais exclusivement le sien¹⁰⁵⁰. Toutefois, les motivations d'un membre du conseil d'administration lorsqu'il s'oppose à une offre hostile sont ambiguës : veut-il sauvegarder ce qu'il estime de bonne foi être l'intérêt bien compris de la société ou au contraire veut-il se protéger lui-même ? Compte tenu de cette ambivalence, la conclusion d'un contrat en vue de résister à une offre publique d'acquisition peut difficilement être présentée comme un abus manifeste du pouvoir de représentation¹⁰⁵¹. Ces contrats sont donc valables, sous réserve de la violation d'autres normes comme les règles de répartition des compétences.

¹⁰⁴⁵ Voir *infra* p. 226 ss.

¹⁰⁴⁶ Arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373, consid. 3a, p. 374 ; arrêt du Tribunal fédéral du 17 septembre 1985, *Negresco SA c. Masse en faillite de Soscil SA*, ATF 111 I 284, SJ 1986 183, consid. 3b, p. 186.

¹⁰⁴⁷ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 21, no 5 ; arrêt du Tribunal fédéral du 19 janvier 1993, *H. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 119 II 23, consid. 3b, p. 26 ; arrêt du Tribunal fédéral du 17 septembre 1985, *Negresco SA c. Masse en faillite de Soscil SA*, ATF 111 I 284, SJ 1986 183, consid. 3b, p. 186.

¹⁰⁴⁸ Ce qui n'exclut pas une éventuelle responsabilité de l'organe pour une violation de ses devoirs.

¹⁰⁴⁹ Art. 718a al. 2 CO.

¹⁰⁵⁰ Arrêt du Tribunal fédéral du 19 janvier 1993, *H. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 119 II 23, consid. 3b, p. 26 ; WATTER (2002a), ad art. 718a CO, no 11 ; ZOBL (1989), p. 296 ; WATTER (1985), p. 144. Comp. CHAPPUIS (1997), p. 694 qui assimile l'abus du pouvoir d'appréciation au cas de la restriction du pouvoir d'appréciation.

¹⁰⁵¹ Toutefois, il y a abus de pouvoir, lorsque la mesure de défense vise de façon reconnaissable à contraindre les actionnaires à exercer leur droit de vote dans une direction déterminée. Alors, le cocontractant ne saurait affirmer qu'il pensait de bonne foi que l'organe agissait dans le cadre de ses

En synthèse, le code des obligations ignore le conflit d'intérêts qui résulte des tentatives de prise de contrôle hostiles. Le conseil d'administration est donc habilité à prendre toutes les mesures de défense entrant dans son domaine de compétence ordinaire. Le code des obligations n'intervient que si ses agissements sont manifestement contraires à l'intérêt social et, même dans ce cas, l'ambivalence des motivations des mesures de défense lors d'offres hostiles ne permet pas de faire échec à la bonne foi des tiers et d'affecter les contrats conclus avec ceux-ci.

B. Compétence du conseil d'administration en matière de lock-up et de vente des bijoux de la couronne

1. Généralités

Le conseil d'administration peut conclure des contrats de *lock-up* pour se protéger contre une offre hostile. Selon ces contrats, la société vend ou cède une option d'acquérir une partie de ses actifs ou de ses actions. Il peut aussi aliéner les éléments les plus intéressants du patrimoine de la cible (la vente des bijoux de la couronne). Le but de ces contrats est double : premièrement, ils modifient la substance de l'entreprise de la société cible, essayant par-là de la rendre moins attractive aux yeux d'un offrant indésirable.

Deuxièmement, ils cherchent à garantir le succès – partiel en tout cas – d'une opération amicale. Ils peuvent être utilisés non seulement pour décourager des offrants existants ou potentiels, mais aussi pour inciter les actionnaires à voter dans le sens désiré par le conseil ou du moins pour protéger le favori de ce dernier d'un refus. Nous avons déjà abordé les *lock-ups* sous l'angle de la protection de la liberté de choix des actionnaires¹⁰⁵², nous allons maintenant examiner leur fonction d'instruments de défense.

En principe, le droit des sociétés restreint la compétence relative aux contrats de *lock-up* et aux ventes des bijoux de la couronne. Comme nous l'avons vu précédemment, les notions de liquidation de fait et de modification de fait du but social limitent le pouvoir de gestion et de représentation du conseil d'administration¹⁰⁵³. Un contrat de *lock-up* ne relève donc plus de la compétence de ce dernier, mais de celle de l'assemblée générale, dès qu'un tel contrat dépasse le seuil d'im-

pouvoirs (voir l'art. 718a al. 2 CO), car il aurait pu et dû se rendre compte que toute décision accordant le pouvoir de représentation qui émanerait d'un autre organe que l'assemblée générale visant à contraindre les décisions de l'assemblée générale est manifestement contraire à l'intérêt social et donc constitutif d'un dépassement du pouvoir d'appréciation.

¹⁰⁵² Voir *supra* p. 171 ss.

¹⁰⁵³ Arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373 ; arrêt du Tribunal fédéral du 9 juillet 1974, *Dürst-Wismer c. Liegenschaften und Beteiligungen AG*, ATF 100 II 384, JT 1975 I 334. Voir *supra* p. 49 ss.

portance qualitatif ou quantitatif équivalant en fait à modifier le but social ou à liquider la société¹⁰⁵⁴.

2. Le cas *Holvis* : compétence d'urgence du conseil d'administration ?

Avant l'entrée en vigueur de la loi sur les bourses, les conclusions évoquées ci-dessus ont passé l'épreuve du feu dans le cas *Holvis*.

La société *Holvis AG* qui exerçait ses activités dans deux secteurs, la division papier et la division fibre, avait fait l'objet d'une offre publique d'acquisition hostile de la société américaine *International Paper Purchase* pour un prix de CHF 435.– par action. Le conseil d'administration d'*Holvis AG*, invoquant l'insuffisance du prix, recommanda le refus de l'offre¹⁰⁵⁵, mais ne s'arrêta pas là.

En parallèle, il prit des mesures de défenses et invita aussi *International Paper Purchase* à augmenter son offre¹⁰⁵⁶. En particulier, il rechercha des offres concurrentes à un prix supérieur. Dans ce cadre, il contacta une société *InterTech Group* qui accepta de présenter une offre à CHF 500.– par action, afin de revendre ensuite la division papier de *Holvis AG* à la société *Arjo Wiggins Appleton*. Cependant, *International Paper Purchase* la prit de court et conclut un contrat avec cette dernière sur le même objet. Par conséquent, *InterTech Group* a dû annoncer qu'elle ne présenterait pas d'offre¹⁰⁵⁷.

Suite à ce premier échec, le conseil d'administration d'*Holvis AG* entama des négociations avec la société anglaise *BBA Group Plc* (*BBA*) qui accepta de présenter une offre plus intéressante en échange du *lock-up* suivant : dans l'hypothèse d'un échec de l'offre publique d'acquisition, *Holvis AG* serait obligée de vendre à *BBA* sa division fibre¹⁰⁵⁸. En d'autres termes, par ce biais, cette dernière était certaine de pouvoir acquérir l'actif qui l'intéressait : soit en prenant le contrôle d'*Holvis*, soit en vertu du contrat de *lock-up*. Le conseil d'administration d'*Holvis* accepta ces conditions et, en conséquence, *BBA* publia son offre à CHF 500.– par action¹⁰⁵⁹.

International Paper commença par annoncer son intention d'augmenter la sienne à CHF 500.– par action¹⁰⁶⁰. Puis, elle en publia une seconde à CHF 550.– par

¹⁰⁵⁴ BOHRER (1997), § 11, no 31 ; BÖCKLI (1996), nos 1580a et 1962c.

¹⁰⁵⁵ Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc* sur *Holvis AG*, RSDA 1995 p. 186.

¹⁰⁵⁶ Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc* sur *Holvis AG*, RSDA 1995 p. 186, p. 187.

¹⁰⁵⁷ Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc* sur *Holvis AG*, RSDA 1995 p. 186.

¹⁰⁵⁸ La clause est reproduite par BOHRER (1997), § 11, no 66.

¹⁰⁵⁹ Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc* sur *Holvis AG*, RSDA 1995 p. 186.

¹⁰⁶⁰ Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc* sur *Holvis AG*, RSDA 1995 p. 186.

action soumise à la condition suspensive qu'Holvris revienne sur l'accord conclu avec BBA ou que cet accord soit annulé. En parallèle, elle saisit les tribunaux bâlois d'une demande en mesures provisionnelles urgentes que le juge bâlois accorda *ex parte*, avant, de les annuler suite à l'audience contradictoire. International Paper, n'ayant plus d'alternative, retira son offre¹⁰⁶¹.

Se prononçant sur cet objet, la Commission de régulation jugea que « *non seulement le Code [suisse des OPA] n'interdit pas les mesures de défense prises par la société pendant une OPA, mais il les autorise expressément, dans le cadre de la loi et des statuts* »¹⁰⁶². En d'autres termes, elle considéra que le Code suisse des offres publiques d'acquisition tolérait les mesures de défense conformes au droit des sociétés.

Puis, elle décida qu'elle pouvait connaître de la validité de ces mesures de défense, mais qu'elle devait limiter son pouvoir d'examen aux violations manifestes du droit des sociétés, cette question devant ressortir principalement du juge civil. A ce titre, elle examina le *lock-up* sous l'angle de la modification du but social et de la liquidation partielle et jugea de la sorte :

« (...) il convient de relever que dans un arrêt du 24 avril 1990 (RO 116 II p. 320, affaire 'Kammgarnspinnerei Interlaken'), le Tribunal fédéral a décidé que certaines décisions réservées à l'assemblée générale pouvaient être exceptionnellement prises par le conseil d'administration dans des cas particuliers. (...) La Commission considère qu'il n'est pas exclu d'envisager l'application de cette jurisprudence dans le cas présent, dès lors que l'assemblée générale d'Holvris ne pouvait pas être convoquée en temps utiles pour prendre la décision nécessaire.

« En conclusion, le droit des sociétés n'a pas été violé de façon manifeste. »¹⁰⁶³

L'affaire Holvis et la recommandation de la Commission de régulation a été fortement critiquée pour avoir appliqué la jurisprudence *Kammgarnspinnerei Interlaken AG*¹⁰⁶⁴. Dans cet arrêt, le Tribunal fédéral avait permis au conseil d'administration de prendre une décision en lieu et place des actionnaires à la double condition que l'urgence impose une décision rapide et que l'assemblée générale ne puisse se prononcer en temps utile¹⁰⁶⁵. Cet arrêt se rapportait à une société fortement surendettée et contrôlée par deux actionnaires détenant chacun 50% des droits de vote. L'assemblée générale était donc dans l'impossibilité de fait de prendre une quelconque décision, tandis que le caractère urgent découlait de la situation financière dramatique.

¹⁰⁶¹ BOHRER (1997) § 3, no 16.

¹⁰⁶² Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de BBA Group Plc sur Holvis AG, RSDA 1995 p. 186.

¹⁰⁶³ Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de BBA Group Plc sur Holvis AG, RSDA 1995 p. 186, p. 187.

¹⁰⁶⁴ Voir les articles de MEIER-SCHATZ (1995) et PETITPIERRE-SAUVAIN (1995).

¹⁰⁶⁵ Arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373, consid. 3a, p. 374.

Or, une offre publique d'acquisition, même désavantageuse pour la société et/ou ses actionnaires, n'est pas comparable à une quasi-faillite où le but social ne peut plus être atteint. En effet, même si elle aboutissait, Holvis pouvait toujours poursuivre son objectif statutaire¹⁰⁶⁶. Tout au plus, le succès de l'opération implique de soumettre aux actionnaires une modification du but social ou une liquidation, deux décisions conformes au droit. Une offre publique d'acquisition ne se compare donc pas avec la quasi-faillite de l'arrêt *Kammgarnspinnerei Interlaken AG*.

Il en va de même pour l'état d'urgence. Même sans *lock-up* en faveur de BBA, les actionnaires auraient pu refuser l'offre d'International Paper Purchase, le rapprochement avec BBA pouvant attendre son terme. Du moins, le contrat pouvait être conclu à la condition suspensive d'un échec d'International Paper Purchase. Par conséquent, l'urgence invoquée pour adopter la clause de protection d'accord n'est pas comparable à celle de la liquidation d'une société dont la situation financière se dégrade à grande vitesse.

D'ailleurs, la même analyse sous-tend l'Exposé des motifs de la proposition modifiée de treizième directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition du 10 novembre 1997. Elle précise en effet qu'une offre publique d'acquisition ne cause pas un risque de dommage grave et imminent pour la société au sens de l'article 19(2) de la deuxième directive en matière de droit des sociétés¹⁰⁶⁷ et que la menace d'une telle opération ne justifie donc pas un rachat d'actions propres sans l'autorisation de l'assemblée générale pour éviter à la société un dommage de cette nature¹⁰⁶⁸.

Enfin, dans l'arrêt *Kammgarnspinnerei Interlaken AG*, le conseil d'administration pouvait se fonder sur les intérêts des autres parties en présence à cause de la quasi-faillite de la société. Celle-ci, presque insolvable, se trouvait dans un état de surendettement important et grandissant. La situation était si critique que, de l'avis du Tribunal fédéral, le but social était devenu impossible, avant même que le conseil d'administration ne décide d'empiéter sur le domaine de compétence de l'assemblée générale. C'est pourquoi il a jugé que le pouvoir des organes n'était

¹⁰⁶⁶ PETITPIERRE-SAUVAIN (1995), p. 938.

¹⁰⁶⁷ Deuxième directive du 13 décembre 1976 tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les Etats membres des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital (77/91/CEE).

¹⁰⁶⁸ Exposé des motifs, proposition modifiée de treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition du 10 novembre 1997, COM (97) 565 final, p. 6. Ce point vise à contrer l'Avis du Comité économique et social sur la « proposition de treizième directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition », J.O.C.E. C 295 du 7 octobre 1996, p. 1, p. 5. Bien que la dernière version de cette directive ne prévoit rien à ce sujet, cette analyse reste valable.

plus circonscrit par le but social et l'intérêt des actionnaires, mais par d'autres intérêts : ceux du personnel et des créanciers ainsi que l'intérêt général¹⁰⁶⁹. En dehors de ces circonstances, notamment lors d'offres publiques d'acquisition, le conseil d'administration ne saurait invoquer ces intérêts.

Cette conclusion rejoint celle de la jurisprudence américaine : bien qu'elle assimile l'intérêt social à celui des actionnaires, elle invite les administrateurs d'une société au bord de *Pinsolvency* à se soucier des intérêts des créanciers sociaux, le cas échéant au détriment de ceux des actionnaires¹⁰⁷⁰. En revanche, dans l'arrêt *Revlon c. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, la Cour suprême du Delaware a exclu que, lors d'une prise de contrôle hostile, en dehors d'une situation de difficultés financières, l'intérêt des créanciers puisse dicter un comportement contraire à celui des actionnaires¹⁰⁷¹.

En synthèse, ces derniers, en tant qu'investisseurs ou en tant que membres de l'assemblée générale, doivent librement décider de l'issue d'une offre publique d'acquisition hostile et le conseil d'administration ne saurait prêter leur compétence, même si l'offre est inintéressante et porte préjudice à l'intérêt social. Certes, dans l'affaire *Holvis*, comme l'a souligné PETER, son intervention a contribué à faire augmenter le prix payé aux actionnaires¹⁰⁷², mais elle a aussi empêché International Paper Purchase de surenchérir et a peut-être privé les actionnaires d'une meilleure opportunité.

En conclusion, le cas *Holvis* est sans fondement et ne devrait pas faire jurisprudence. Toutefois, contrairement à l'avis de la Commission de régulation, l'entrée en vigueur de la loi sur les bourses n'a que partiellement résolu le problème : comme nous le verrons ultérieurement¹⁰⁷³, la restriction de la compétence ordinaire du conseil d'administration prévue à l'article 29 al. 2 LBVM ne s'applique que « *de la publication de l'offre à son résultat* ». Ainsi, si la « jurisprudence » *Holvis* était maintenue, ce dernier pourrait conclure une clause de *lock-up* avant la publication de l'offre en invoquant l'urgence de la mesure pour protéger une fusion ou une offre amicale de toute contre-offre¹⁰⁷⁴. Cette solution n'est pas compatible avec le droit des sociétés. Le conseil d'administration ne saurait en effet invoquer l'urgence causée par une situation d'offre publique d'acquisition pour s'approprier la compétence décisionnelle de l'assemblée générale.

¹⁰⁶⁹ Arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373, consid. 3a, p. 374.

¹⁰⁷⁰ *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613, n. 55 (Del. Ch. 1991). Voir GILSON/BLACK (1995), p. 247.

¹⁰⁷¹ *Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173, p. 182 (Del. 1986).

¹⁰⁷² PETER (2001), p. 107–108.

¹⁰⁷³ Voir *infra* p. 221 ss.

¹⁰⁷⁴ HOMBURGER (1997), ad 717 CO, no 1051.

3. Synthèse

À la lecture du seul code des obligations, le conseil d'administration est compétent pour prendre des mesures de défense et sur ce plan, le droit des sociétés suisse s'apparente davantage au modèle américain qu'au City Code ou à la proposition de directive européenne. Il peut décider seul de prendre des mesures de défense, à moins qu'il s'aventure dans le domaine des compétences exclusives de l'assemblée générale.

Même dans ce cas, comme l'illustre l'affaire *Holvis*, il peut essayer d'invoquer sa compétence extraordinaire liée à l'urgence, mais, à notre avis, cette tentative devrait échouer, car cette attribution ne peut être utilisée lors d'une offre publique d'acquisition : cette opération ne constitue pas une situation d'urgence qui lui permet de passer outre le consentement de l'assemblée générale.

C. Compétence du conseil d'administration selon la loi sur les bourses

1. Comblement de la lacune du système général par la loi sur les bourses

En réalité, le conseil d'administration peut prendre des mesures de défense en raison d'une lacune de la loi et non par le biais d'une volonté politique du législateur. La loi sur les bourses comble ce vide¹⁰⁷⁵ : au lieu de lui attribuer un rôle actif dans ce domaine, elle postule que ces décisions doivent être prises par l'assemblée générale¹⁰⁷⁶.

Le Message du Conseil fédéral sur la loi sur les bourses motive cette approche par l'existence d'un intérêt personnel des administrateurs à empêcher une offre publique d'acquisition inamicale¹⁰⁷⁷. Un risque comparable existe aussi lorsque le conseil d'administration recommande une offre amicale¹⁰⁷⁸.

C'est pourquoi, sans égard au caractère hostile ou non de l'offre¹⁰⁷⁹, les compétences de l'exécutif social¹⁰⁸⁰ sont limitées par l'article 29 al. 2 LBVM qui prévoit

¹⁰⁷⁵ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1269, p. 1315, no 25.6.

¹⁰⁷⁶ Comme nous le verrons ultérieurement, le principe du libre choix des actionnaires n'est cependant que partiellement mis en œuvre par l'art. 29 al. 2 LBVM. En effet, la limitation des compétences ne s'applique pas à toutes les mesures de défense, mais uniquement à celles qui modifient de façon substantielle l'actif et le passif de la société, les autres restant donc inchangées.

¹⁰⁷⁷ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1269, p. 1315, no 25.6 ; VON DER CRONE (1994), p. 11. Voir NOBEL (1997a), § 10, no 321, qui parle du conflit entre « *Überlebensinteresse* » et « *Gesellschaftsinteresse* ».

¹⁰⁷⁸ PETER (2000), p. 40–41 ; HIRSCH (1995), p. 232.

¹⁰⁷⁹ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 9.

¹⁰⁸⁰ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1269, p. 1315, no 25.6 ; WATTER/DUBS (1998), p. 1318 ; BERTSCHINGER (1998), p. 330 ; VON BÜREN/BAHLER (1996), p. 400.

que « de la publication de l'offre à celle de son résultat, le conseil d'administration de la société visée ne peut prendre de décisions sur des actes juridiques qui auraient pour effet de modifier de façon significative l'actif ou le passif de la société » sans l'approbation de l'assemblée générale.

La loi n'impose pas un devoir de passivité du conseil d'administration et de la direction. D'abord, elle ne restreint leur compétence que pour certaines mesures de défense, celles qui modifient significativement l'actif et le passif de la société et tolère toutes les autres, y compris le recours à des clauses d'agrément et à celles de plafonnement des droits de vote¹⁰⁸¹. Ensuite, elle ne déploie ses effets que pendant un laps de temps limité, de la présentation de l'offre, par la publication de l'annonce préalable ou du prospectus d'offre, jusqu'à celle de son résultat. En dehors de cette période, les règles de compétence usuelles s'appliquent.

Dans les sections suivantes, nous délimiterons les actes visés par l'article 29 al. 2 LBVM et évoquerons brièvement les mesures de défense laissées intactes par cette disposition, pour enfin nous pencher plus en détail sur son champ d'application temporel.

2. Mesures de défense visées par l'article 29 al. 2 LBVM

L'article 29 al. 2 LBVM interdit seulement au conseil d'administration d'entreprendre des actes juridiques qui modifient substantiellement l'actif ou le passif de la société visée. Le législateur a choisi ce critère, afin de concilier le besoin de la société d'exercer ses activités usuelles et le risque d'abus de la part des dirigeants¹⁰⁸². Il part du postulat qu'un tel acte menace la liberté de choix des actionnaires que s'il modifie substantiellement l'actif ou le passif et laisse le conseil d'administration utiliser toutes les autres mesures de défense sans effets sur la composition du patrimoine social, comme les clauses d'agrément ou celles de plafonnement des droits de vote.

L'article 35 OOPA concrétise cette disposition. L'article 35 al. 1 OOPA précise d'abord, que la notion d'actif et de passif de la société visée ne doit pas se comprendre au sens strict, mais englobe aussi les engagements hors bilan. Ensuite, la liste non exhaustive de l'article 35 al. 2 OOPA exemplifie le terme « modification significative de l'actif et du passif », tout en réservant la possibilité que des mesures de défense absentes emportent cet effet.

¹⁰⁸¹ L'art. 20 al. 2 AP-LBVM correspondant à l'actuel 29 al. 2 LBVM prévoyait comme variante: « Toute mesure de la société visée ayant pour but de prévenir ou d'empêcher le succès d'une offre doit avoir été expressément autorisée par l'assemblée générale pour une durée de deux ans, sous peine de nullité. » La solution retenue manifeste une volonté de permettre les mesures de défense qui ne modifient pas l'actif ou le passif de la société visée.

¹⁰⁸² FRAUENFELDER (2001), p. 107 ; VON BÜREN/BÄHLER (1996), p. 400.

L'ordonnance sur les OPA se fonde sur une règle de base qui définit la notion de « significatif » comme, en principe, toute opération portant sur plus de 10% de la somme du dernier bilan¹⁰⁸³. Bien que cette disposition semble se référer à l'évaluation comptable des actifs et passifs, selon la Commission des OPA, seule la valorisation commerciale importe¹⁰⁸⁴. Par ailleurs, cette interprétation s'applique à l'aliénation d'actifs de toute nature et à toutes les sociétés. En particulier, les sociétés d'investissement ne sauraient invoquer leur besoin de réagir aux changements de marchés pour *in abstracto* bénéficier d'un traitement différencié¹⁰⁸⁵.

La société est ainsi empêchée de procéder à un désinvestissement substantiel destiné à renchérir l'offre ou, au contraire, d'entreprendre des acquisitions importantes pour rendre le prix de l'offre inintéressant. De même, cette disposition interdit la défense *pac-man*, qui consiste à riposter à une tentative de prise de contrôle par une offre publique hostile portant sur les titres de l'offrant¹⁰⁸⁶.

Deuxièmement, le conseil d'administration ne peut pas vendre ou engager des parties de l'entreprise ainsi que des valeurs immatérielles, qui constituent l'objet principal de l'offre¹⁰⁸⁷. Par ce biais, il lui est interdit de céder les bijoux de la couronne et de conclure des contrats de *lock-up*¹⁰⁸⁸.

Dans cette hypothèse, la nature substantielle de la transaction est déterminée par un critère qualitatif et subjectif choisi par l'offrant. Celui-ci peut en effet désigner une partie de l'entreprise ou des valeurs immatérielles comme objet principal de l'offre. Il doit alors les décrire avec une certaine précision : il n'est pas tenu identifier les postes actifs ou passifs déterminés, il suffit que la référence permette de les identifier. Cependant, il ne peut pas se contenter d'abaisser le seuil quantitatif des 10% de la somme de bilan ou empêcher toute aliénation, en visant l'ensemble d'une entreprise¹⁰⁸⁹.

¹⁰⁸³ Art. 35 al. 2 lit. a OOPA.

¹⁰⁸⁴ Recommandation III du 5 décembre 2001 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Multipapiers SA, Pully, aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier*, consid. 3.2.

¹⁰⁸⁵ Recommandation I du 28 septembre 2001 de la Commission des OPA, *Offres publiques d'acquisition de Hansa AG, Bâle pour 375'000 actions au porteur qui se trouvent dans le public de ENR Eastern Natural Ressources SA, Genève – Requête de la société cible en exception à l'art. 35 al. 2 lit. a OOPA*. Cette recommandation laisse néanmoins entendre qu'une exemption peut être envisagée à deux conditions : premièrement, la société cible doit préciser quels sont les actifs qui vont être aliénés et vendus, et, deuxièmement elle doit établir l'existence d'une urgence telle, qu'il n'est pas possible d'attendre qu'une assemblée générale dûment convoquée puisse se réunir. Toutefois, cette recommandation ne saurait être invoquée pour adopter une mesure de défense. Comp. TSCHÄNI/IFFLAND (2002), p. 9.

¹⁰⁸⁶ WERLEN (2001), p. 176.

¹⁰⁸⁷ Art. 35 al. 2 lit. b OOPA.

¹⁰⁸⁸ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 12 ; PETER (1997a), p. 66 ; ZOBL (1997), p. 66 ; VON BÜREN/BAHLER (1996), p. 400 ; BÖCKLI (1996), no 1661o.

¹⁰⁸⁹ Voir recommandation I du 16 juillet 2001 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Multipapiers SA, Pully, aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier*,

Ensuite, la réglementation boursière cite comme exemple de mesure de défense illicite, la conclusion, avec les administrateurs ou les membres de la direction supérieure, de contrats prévoyant des compensations inhabituellement élevées pour leur départ¹⁰⁹⁰. Ces derniers ne peuvent donc plus s'octroyer un *golden parachute*, une fois l'offre présentée.

Bien que ce troisième critère s'écarte du critère légal de modification substantielle de l'actif ou du passif, il se justifie compte tenu du caractère particulier de la rémunération des dirigeants sociaux. En effet, si des indemnités de départ importantes peuvent décourager des offres publiques hostiles en diminuant la valeur de la société en cas de résiliation des rapports de services¹⁰⁹¹, elles ont pour but principal de protéger les dirigeants sociaux contre les conséquences d'un changement de contrôle¹⁰⁹². C'est pourquoi le caractère licite des *golden parachutes* dépend de leur adéquation aux services rendus et non de leur importance en comparaison avec le patrimoine social¹⁰⁹³.

Cependant, cette norme est d'une effectivité réduite, car ces instruments sont mis en place au début des rapports de service ou par « beau temps » avant la publication de toute offre. Dans le même ordre d'idées, un *golden parachute* négocié avec un acquéreur potentiel est généralement accepté et mis en œuvre avant la publication de l'offre. Néanmoins, cette mesure fait un pas en avant vers la solution désirable, une prohibition générale de ces accords.

Finalement, l'article 35 al. 2 lit. d OOPA interdit au conseil d'administration d'émettre des actions sur la base d'un capital autorisé, des obligations convertibles ou des options, sans droit préférentiel de souscription, à moins que la base statu-

consid. 3.2. lit. b. qui considère que la référence à la division *merchandising*, faisant l'objet d'une information comptable distincte, était assez précise tandis qu'une référence aux activités industrielles ne suffisait pas.

¹⁰⁹⁰ Art. 35 al. 2 lit. c OOPA.

¹⁰⁹¹ Comp. BERNET (1998), p. 280, note 1096. Paradoxalement, comme le note JENSEN (1988), p. 39–41 ces accords peuvent servir à aligner les intérêts des dirigeants sociaux sur ceux des actionnaires lors d'un changement de contrôle.

¹⁰⁹² Ainsi, l'art. 29 al. 3 LBVM aurait constitué une base légale plus appropriée que l'art. 29 al. 2 LBVM. Voir TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 13 qui doutent du bien-fondé de cette disposition surtout si l'on prend en compte la volonté de la Commission des OPA de ne pas fonder sur l'art. 29 al. 3 LBVM un inventaire de mesures inadmissibles (voir le Projet de la Commission des OPA du 22 février 1996 concernant l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition : Ordonnance et commentaires, no 63).

¹⁰⁹³ Il nous semble que le terme « usuel » est peu opportun. En effet, il suffirait d'établir que les *golden parachutes* sont la règle pour que ces indemnités puissent être licitement conclues par le conseil d'administration ou la direction pendant la période d'offre. Il eût été préférable de se référer à une notion d'adéquation ou de raisonnable, qui, certes, est toute aussi indéterminée mais à l'avantage de ne pas légitimer une pratique qui serait pervertie. Comp. BÖCKLI (1996), no 16610, selon lequel, il faudrait également interdire les avantages pécuniaires qui dépassent complètement le cadre du raisonnable à la lumière des circonstances. Voir avant l'entrée en vigueur de la loi sur les bourses, KUY (1989), p. 70 ss qui traite le problème sous l'angle principalement du conflit d'intérêts ; WATTER (1990), nos 778–780.

taire autorise son exclusion lorsque la société fait l'objet d'une offre publique d'acquisition¹⁰⁹⁴. Cette règle empêche le conseil d'administration de manipuler la composition de l'actionnariat pour se prémunir contre une offre hostile.

Si le but de cette disposition est louable, la rédaction de cette disposition est critiquable pour deux raisons : d'abord, elle laisse entendre qu'une offre publique d'acquisition peut constituer un juste motif, au sens de l'article 652 al. 2 CO, pour supprimer le droit préférentiel de souscription, alors que cette conclusion ne s'impose pas à la lecture du code des obligations¹⁰⁹⁵. Ensuite, elle considère à tort que seule une émission sans droit préférentiel de souscription est susceptible de modifier de façon significative le passif de la société cible. Or, toute augmentation de capital ou émission d'obligations, convertible ou non, modifie le passif de la société cible¹⁰⁹⁶. De même, toute modification du capital, y compris l'octroi d'options, dilue les droits de vote et, parfois, la valeur des actions existantes.

C'est pourquoi il aurait été préférable, à l'exemple de la Rule 21 du City Code on Takeovers and Mergers, du projet de LBVM du Conseil fédéral¹⁰⁹⁷ et de la proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition¹⁰⁹⁸, d'exiger une décision de l'assemblée générale avant toute émissions d'actions, d'obligations convertibles ou d'options, pendant une offre publique d'acquisition¹⁰⁹⁹. D'ailleurs, cette interprétation se serait justifiée à la lecture de l'article 29 al. 2 LBVM¹¹⁰⁰, car tous ces actes modifient significativement la composition des actifs et passifs de la société cible.

Dans le même ordre d'idées, la réglementation en vigueur ne régit pas explicitement les rachats d'actions propres, contrairement à la Rule 37.3 du City Code et au projet de loi sur les bourses du Conseil fédéral qui les interdisent en principe¹¹⁰¹.

¹⁰⁹⁴ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 14.

¹⁰⁹⁵ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 14.

¹⁰⁹⁶ Il est vrai que les émissions dont le produit dépassera le 10% de la somme du bilan tomberont de toute façon sous le seuil de l'art. 35 al. lit. a LBVM.

¹⁰⁹⁷ Art. 27 al. 2 du projet de LBVM, Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1269, p. 1352.

¹⁰⁹⁸ L'art. 9(2) proposition modifiée de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2001 interdit les émissions sans approbation de l'assemblée générale, si elles ont pour effet d'empêcher le succès d'une offre publique d'acquisition.

¹⁰⁹⁹ Comp. l'art. 9(2) du projet commun de treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition du 6 juin 2001 qui prévoyait :

« Les Etats membres peuvent autoriser l'organe d'administration ou de direction de la société visée à procéder à une augmentation de capital durant la période d'acceptation de l'offre, à condition qu'il y ait été autorisé par l'assemblée générale des actionnaires 18 mois au plus avant la période d'acceptation de l'offre et moyennant la pleine reconnaissance du droit de préemption de tous les actionnaires prévu à l'article 29, paragraphe 1, de la directive 77/91/CEE. »

¹¹⁰⁰ WATTER/DUBS (1998), p. 1318.

¹¹⁰¹ Art. 27 al. 2 du projet de LBVM, Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1269, p. 1352.

Ce silence est problématique, car, souvent, ces opérations servent de mesures de défense ou résultent d'un *greenmail*¹¹⁰².

Les règles générales de l'article 29 al. 2 LBVM et de l'article 35 al. 1 OOPA s'appliquent, par conséquent, à ces opérations¹¹⁰³. Le conseil d'administration n'est pas compétent pour procéder à un rachat d'actions propres qui modifie significativement l'actif ou le passif de la société (soit 10% de la somme de bilan)¹¹⁰⁴. En revanche, il peut racheter un nombre limité d'actions, puis les placer entre mains amies. Cette possibilité est problématique vu le conflit d'intérêts dans lequel il se trouve lors d'une offre publique d'acquisition¹¹⁰⁵. C'est pourquoi il aurait été préférable d'interdire tous les rachats d'actions propres pendant cette période suspecte.

3. Mesures de défense autorisées pendant l'offre

L'interdiction de l'article 29 al. 2 LBVM n'est pas absolue. Le conseil d'administration peut adopter toutes les mesures de défense tant qu'elles ne modifient pas de façon significative l'actif ou le passif de la société¹¹⁰⁶. Il peut aussi rechercher un appui auprès de tiers, en sollicitant l'aide d'un chevalier blanc prêt à lancer une contre-offre ou en organisant un syndicat de défense disposé à conserver ses actions voire à en racheter quelques-unes. Enfin, ses membres et la direction peuvent tenter un *management buy-out*¹¹⁰⁷.

Dans toutes ces hypothèses, il peut renforcer ces mesures de défense par un engagement de *no-shop*, c'est-à-dire de ne pas rechercher d'autres offres. En revanche, il n'a pas le droit de les appuyer avec une partie significative des actifs et passifs de la société ou convenir d'une clause de *lock-up* qui limiterait la liberté de choix des actionnaires¹¹⁰⁸.

Ensuite, il est compétent, de par la loi, pour agréer l'acquisition d'actions nominatives liées ou pour appliquer des clauses de plafonnement des droits de vote. Sous réserve des principes généraux du droit des sociétés, en particulier de l'égalité de traitement des actionnaires¹¹⁰⁹, il peut utiliser ces clauses contre un acquéreur

¹¹⁰² Le *greenmail* est le procédé par lequel une personne disposant d'un paquet d'actions de la cible accepte de ne pas présenter une offre (ou accepte de la retirer) à condition que la société accepte de racheter ses actions à un prix comprenant une rémunération implicite pour sa collaboration.

¹¹⁰³ Dans de nombreux cas, le rachat d'actions pourra être qualifié d'offre publique d'achat et dès lors la société devra également se soumettre aux règles applicables aux offrants.

¹¹⁰⁴ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 18 ; BOHRER (1997), § 11, no 20.

¹¹⁰⁵ WATTER/DUBS (1998), p. 1318.

¹¹⁰⁶ PETER (1999c), p. 12 ; HIRSCH (1998), p. 43 ; VON DER CRONE (1996), p. 65.

¹¹⁰⁷ Toutefois, l'acquéreur ne pourra pas utiliser les actifs pour financer son acquisition, car, en plus des limitations usuelles à ce type de transaction, l'art. 29 al. 2 LBVM s'appliquera toujours.

¹¹⁰⁸ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 18 ; VON BÜREN/BAHLER (1996), p. 399. Comp. art. 8(1)(a) de la proposition modifiée de treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition dans sa version du 22 juin 1999 qui prévoit expressément la possibilité de rechercher d'autres offres.

¹¹⁰⁹ Art. 717 al. 2 CO.

ou, au contraire, pour favoriser un chevalier blanc ou un autre allié¹¹¹⁰. Comme mentionné précédemment¹¹¹¹, le conseil reste, en outre, libre de communiquer avec le public et les investisseurs, notamment afin de lutter contre l'offre publique.

Enfin, l'article 29 al. 2 LBVM n'interdit que la *prise de décisions sur des actes juridiques*. Cette notion doit, certes, être interprétée largement : elle ne se limite pas aux actes générateurs d'obligations et aux actes de disposition, mais englobe aussi toutes les activités du conseil d'administration susceptibles d'influencer l'actif et le passif¹¹¹². Néanmoins, elle ne comprend pas l'exécution de décisions. Le conseil d'administration peut ainsi exécuter les actes adoptés avant la publication d'une offre¹¹¹³. Par exemple, s'il avait déjà décidé à l'avance de vendre une partie de ses activités à un tiers, il peut exécuter cette vente pendant l'offre.

Cette exception doit être interprétée de façon restrictive. La décision antérieure doit être déterminée et relever de la pure exécution, sinon le conseil d'administration pourrait la détourner pour s'en servir comme mesure de défense¹¹¹⁴. De plus, l'adoption à titre préventif de mesures destinées à s'appliquer exclusivement dans l'hypothèse d'une offre publique d'acquisition doit être examinée avec circonspection. Elle peut en effet avoir pour seul objet d'éviter la restriction de compétence imposée par l'article 29 al. 2 LBVM et, à ce titre, constituer des cas de fraude à la loi¹¹¹⁵.

4. Possibilité de prendre des mesures de défense avant l'offre

Selon le texte de l'article 29 al. 2 LBVM, la restriction des pouvoirs du conseil d'administration opère seulement dès la publication de l'offre (ou, le cas échéant, de l'annonce préalable), jusqu'à l'annonce de son résultat. Ainsi, en dehors de cette période, il est libre de fortifier sa position par des mesures de défense préventives, sous réserve des limitations générales du droit des sociétés¹¹¹⁶.

Cette conclusion a pour conséquence regrettable de permettre la conclusion d'un accord de *lock-up* avec l'offrant ou avec un chevalier blanc, avant que la trans-

¹¹¹⁰ VON DER CRONE (2000a), p. 177, note 88 ; WATTER/DUBS (1998), p. 1318. Comp. Rule 22 du City Code on Takeovers and Mergers.

¹¹¹¹ Voir *supra* p. 187 ss.

¹¹¹² FRAUENFELDER (2001), p. 114 ; WATTER/DUBS (1998), p. 1317–1318.

¹¹¹³ FRAUENFELDER (2001), p. 114–115. Comp. avec la solution de la directive européenne exigeant que toute décision qui sort du cours normal des activités de la société, qui est susceptible de faire échouer une offre et dont la mise en œuvre n'est pas achevée au début de la période suspecte doit être approuvée par l'assemblée générale.

¹¹¹⁴ Cette condition s'apparente à celle relative à l'autorisation de prendre des mesures de défense donnée par l'assemblée générale avant la publication d'une offre. Voir *infra* p. 223 ss.

¹¹¹⁵ Voir, dans un sens similaire, FRAUENFELDER (2001), p. 114.

¹¹¹⁶ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 18 ; WATTER/DUBS (1998), p. 1324.

action soit présentée aux actionnaires¹¹¹⁷ ! Le conseil d'administration peut alors empêcher les actionnaires de choisir et décider seul du succès ou de l'échec d'une offre publique d'acquisition¹¹¹⁸. Or, c'est précisément ce que la loi sur les bourses voulait éviter.

Pour cette raison, *de lege ferenda*, la période suspecte devrait commencer dès que l'offre est publiée ou dès que le conseil d'administration a des motifs de penser qu'elle est imminente, comme le prévoit le Principe 7 du City Code anglais ou la proposition de directive européenne sur les offres publiques d'acquisition¹¹¹⁹.

D. Compétence de l'assemblée générale selon la loi sur les bourses

1. Liberté de décision de l'assemblée générale

L'interdiction de prendre des mesures de défense protège la société et ses actionnaires d'interférences teintées de conflits d'intérêts¹¹²⁰ : c'est une concrétisation du devoir d'abstention¹¹²¹. En revanche, elle ne couvre pas les offrants¹¹²² et la cible, en tant que personne morale, reste libre de lui résister.

L'organe exécutif exclu, l'assemblée générale est le seul organe susceptible d'approuver une mesure de défense. Elle seule peut décider de modifier de façon significative l'actif ou le passif de la société¹¹²³. D'un point de vue structurel, cette attribution renforce la position des actionnaires en tant que seuls juges de l'offre¹¹²⁴.

¹¹¹⁷ On peut se demander si cette clause qui supprime la liberté de choix des actionnaires est conforme à l'article 30 al. 1 LBVM. Le texte de cet article suppose que plusieurs offres soient pendantes. Cependant, à notre avis, il découle du but de l'article 30 al. 1 LBVM que le conseil ne puisse pas limiter le choix des actionnaires à une seule offre.

¹¹¹⁸ Il est toutefois vrai qu'un conseil d'administration pourrait procéder de la même façon, lorsqu'il envisage une fusion, et forcer la main aux actionnaires, moyennant une clause de *lock-up* dans le contrat de fusion. Voir WATTER/DUBS (1998), p. 325 ; WATTER (1990), no 710 ss ; et l'analyse de la clause de *lock-up* du contrat de fusion Novartis, par BOHRER (1997), § 11, 50-64.

¹¹¹⁹ Art. 6(2) proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002. Le droit allemand prévoit une solution identique à celle de la Suisse (voir § 33(1) WpÜG).

¹¹²⁰ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1269, p. 1315, no 25.6 ; ZOBL (1997), p. 67 ; VON DER CRONE (1996), p. 64-65.

¹¹²¹ VON DER CRONE (1994a), p. 11. Voir BÖCKLI (1996), no 1643.

¹¹²² Zobl (1997), p. 67 ; VON DER CRONE (1996), p. 64-65.

¹¹²³ Art. 29 al. 2 LBVM *in fine*. Cette solution prévaut sous réserve de quelques légères différences dans le régime prévu par l'article 8(l)(a) de la proposition modifiée de treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition dans sa version du 22 juin 1999 qui prévoit expressément la possibilité de rechercher d'autres offres et par le Principe 7 et la Rule 21.1 du City Code on Takeovers and Mergers.

¹¹²⁴ MEIER-SCHATZ (1998), p. 274. Cette liberté de choix des actionnaires peut être restreinte par le recours à des clauses d'agrément et de plafonnement des droits de vote.

2. Elargissement de la compétence de l'assemblée générale

L'article 29 al. 2 LBVM restreint les compétences du conseil d'administration. Ce dernier ne peut pas exercer certaines de ses attributions inaliénables et intransmissibles¹¹²⁵, mais elles ne sont pas expressément transférées à l'assemblée générale : l'article 29 al. 2 LBVM précise seulement que cet organe conserve sa pleine liberté d'action¹¹²⁶. C'est pourquoi, selon von Büren et Bähler, cet article ne modifie pas la répartition des compétences. Selon ces deux auteurs, l'assemblée générale ne pourrait pas interférer dans le domaine d'exclusivité du conseil d'administration. Toute action dans ce sens serait nulle¹¹²⁷.

Cette analyse a, certes, l'avantage de maintenir l'équilibre prévu par le code des obligations¹¹²⁸. Néanmoins, avec la doctrine dominante¹¹²⁹, nous ne saurions la suivre. Le Message du Conseil fédéral sur la loi sur les bourses manifeste, en effet, une volonté de transférer les compétences du conseil d'administration à l'assemblée générale :

*« (...) les mesures de défense doivent être prises, en principe, par l'assemblée générale, même lorsque le conseil d'administration serait en principe compétent, conformément au droit des sociétés anonymes, pour prendre la décision qui s'impose. »*¹¹³⁰

Par ailleurs, l'interdiction de certaines mesures de défense cherche à protéger la société et ses actionnaires d'agissements contraires à leurs intérêts ou empreints d'une violation du devoir de fidélité, tout en laissant la société se défendre. Or, seul un transfert de compétence vers l'assemblée générale permet de parvenir à cette fin¹¹³¹, c'est pourquoi l'article 29 al. 2 LBVM doit être lu dans ce sens. L'organe plénier peut donc autoriser le conseil d'administration à prendre toutes les mesures visées par cet article.

3. Autorisation générale de prendre des mesures de défense à l'avance

Le projet initial de loi sur les bourses, comme le City Code on Takeovers and Mergers et la proposition de directive européenne sur les offres publiques d'acqui-

¹¹²⁵ Art. 716a al. 1 ch. 1 CO. BERTSCHINGER (1998), p. 330 ; MEIER-SCHATZ (1998), p. 273 ; VON BÜREN/BÄHLER (1996), p. 400.

¹¹²⁶ En effet, l'art. 29 al. 2 LBVM prévoit que « les décisions de l'assemblée générale ne sont pas soumises à cette limitation et peuvent être exécutées (...) ».

¹¹²⁷ Sur la base de l'art. 706b ch. 3 CO, VON BÜREN/BÄHLER (1996), p. 400.

¹¹²⁸ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 19.

¹¹²⁹ PETER (2000), p. 46 ; BERTSCHINGER (1998), p. 331 ; MEIER-SCHATZ (1998), p. 273 ; NOBEL (1997a), § 10, no 324 ; ZOBL (1997), p. 67.

¹¹³⁰ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1269, p. 1315, no 25.6.

¹¹³¹ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 19 ; BÖCKLI (1996), no 1661q.

sition¹¹³², ne tolérait l'intervention de l'assemblée générale qu'après la publication d'une offre déterminée¹¹³³. Cependant, il a été modifié par le Conseil des Etats¹¹³⁴ et la loi sur les bourses autorise désormais l'exécution de toutes les mesures de défense adoptées par l'assemblée générale avant ou après la publication de l'offre¹¹³⁵.

Cette possibilité constitue une anomalie dans le système légal, puisqu'elle retire aux actionnaires leur liberté d'accepter ou refuser une offre déterminée en connaissance de cause¹¹³⁶. C'est pourquoi, selon VON DER CRONE, la faculté de prendre des mesures de défense ne doit se rapporter qu'à une offre déterminée ou présentée¹¹³⁷. Cette interprétation restrictive permettrait d'atteindre le but de la loi. Cependant, elle est contraire à la volonté expresse du législateur. Dès lors, *de lege lata*, nous ne pouvons que nous plier à celle-ci, bien qu'elle soit mal fondée¹¹³⁸.

Néanmoins, la notion « d'exécution » s'interprète restrictivement et, avec NOBEL, il faut refuser une « redélévation » par avance au conseil d'administration, de la compétence de prendre des mesures de défense¹¹³⁹. L'article 37 al. 1 du projet d'ordonnance sur les OPA¹¹⁴⁰ peut servir de point de départ de notre analyse :

« [U]ne décision de l'assemblée générale prise avant la publication d'une offre et autorisant le conseil d'administration à modifier de façon significative l'actif ou le passif de la société visée en cas d'OPA doit être suffisamment précise pour que le conseil d'administration puisse l'exécuter sans disposer d'une grande liberté d'appréciation. »

¹¹³² Principe 7 et la Rule 21 City Code on Takeovers and Mergers ; art. 9(2) et (3) de la proposition directive concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002.

¹¹³³ Voir l'art. 27 al. 2 du projet de LBVM, Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1269, p. 1315 et p. 1352

¹¹³⁴ B.O.C.E. 1993 1007.

¹¹³⁵ Art. 29 al. 2 LBVM *in fine*.

¹¹³⁶ Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1269, p. 1315, no 25.6 :

« Cette clause [l'article 27 al. 2 du projet de LBVM] s'appuie sur le constat que les actionnaires ne sont pas en mesure d'autoriser à l'avance une mesure de défense contre une offre éventuelle dont ils ne connaissent pas le contenu. Il n'est pas aisé de planifier des mesures de défense *in abstracto*. »

Voir l'Exposé des motifs, proposition modifiée de treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition du 10 novembre 1997, COM (97) 565 final, p. 6.

¹¹³⁷ VON DER CRONE (2000a), p. 177.

¹¹³⁸ BÖCKLI (1996), nos 1661p et 1661r, qui *de lege ferenda* exprime une préférence pour un ancrage dans les statuts d'une autorisation de prendre des mesures de défense ; HIRSCH (1998), p. 43, qui « [cède] le pas devant le texte clair de l'art. 29 al. 2 LBVM ».

¹¹³⁹ NOBEL (1997b), p. 468.

¹¹⁴⁰ Projet de la Commission des OPA du 22 juin 1996 concernant l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition.

Cet article reste d'actualité, bien qu'il n'ait pas été retenu dans la version finale de l'ordonnance sur les OPA¹¹⁴¹. La loi vise, en effet, l'exécution par le conseil d'administration ou la direction d'une décision prise par l'assemblée générale et non l'autorisation de cette dernière. La décision doit être suffisamment précise et ses conditions déterminées ou au moins déterminables¹¹⁴².

Par ailleurs, la possibilité d'exécuter des décisions de l'assemblée générale, qu'elles aient été adoptées avant ou après la publication de l'offre, est incompatible avec le système général de répartition des compétences. De prime abord, l'assemblée générale verrait donc ses compétences élargies sans que le conseil d'administration voie les siennes restreintes. Or, cette solution serait peu satisfaisante. Elle permettrait en effet à l'assemblée générale de s'immiscer en tout temps dans les affaires du conseil d'administration. Sur cette base, les actionnaires pourraient en théorie, en alléguant l'éventualité d'une offre publique d'acquisition, procéder à un rachat d'actions propres, se séparer d'une partie de l'entreprise ou même acquérir une autre entreprise, ce qui dérogerait au système de répartition des compétences, instauré par le droit des sociétés anonymes¹¹⁴³.

Une interprétation systématique doit essayer d'éviter un tel résultat¹¹⁴⁴. L'assemblée générale ne peut donc s'immiscer dans les compétences du conseil d'administration que lorsqu'il est empêché de décider. Avant une offre, elle ne peut s'immiscer dans ce domaine que dans le but de prendre des décisions exécutoires pendant une offre¹¹⁴⁵. En revanche, elle reste libre d'adopter, en tout temps, toutes les mesures de défense qui relèvent de ses attributions propres¹¹⁴⁶.

En définitive, l'assemblée générale ne peut intervenir effectivement dans les affaires de l'exécutif social que pendant la période d'offre, bien qu'elle puisse décider de le faire avant la publication. Par ailleurs, elle n'a que le droit de décider des mesures de défense, sans avoir la faculté de déléguer cette compétence au conseil d'administration qui doit se cantonner à leur seule exécution. La décision doit donc être suffisamment précise et déterminée. En d'autres termes, les administrateurs ne doivent disposer d'aucune marge de manœuvre pour l'exécuter.

¹¹⁴¹ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 20 ; ZOBL (1997), p. 67. En revanche, la limitation d'une décision autorisant des mesures de défense à une durée de deux ans ne disposant pas de fondement légal ne saurait être suivie. Voir HIRSCH (1998), p. 43 qui ne se réfère pas expressément au projet d'ordonnance.

¹¹⁴² TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 20 ; HIRSCH (1998), p. 43 ; ZOBL (1997), p. 67 ; BÖCKLI (1996), no 1661q. Voir les Commentaires, Projet de la Commission des OPA du 22 juin 1996 concernant l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition, no 60.

¹¹⁴³ MEIER-SCHATZ (1998), p. 272.

¹¹⁴⁴ NOBEL (1997b), p. 466.

¹¹⁴⁵ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 19 ; BERTSCHINGER (1998), p. 333.

¹¹⁴⁶ ZOBL (1997), p. 68.

III. Devoirs des administrateurs applicables aux mesures de défense

A. Généralités

La première partie de notre analyse a porté seulement sur la *compétence* des organes en matière de mesure de défense. Désormais, nous allons nous intéresser aux devoirs du conseil d'administration qui les régissent. Cette seconde problématique est réglée par deux sources : d'une part, l'article 29 al. 3 LBVM permet à la Commission des OPA d'édicter des dispositions sur les mesures de défense « *ayant pour but de manière inadmissible de prévenir ou empêcher le succès d'une offre* ». D'autre part, le droit des sociétés règle de manière générale le comportement des organes de la société anonyme, dont le conseil d'administration.

D'ailleurs, d'un point de vue juridique, il est inexact de parler de « droit du conseil d'administration » en matière de mesures de défense, car celui-ci dispose de compétences et de pouvoirs que ses membres sont tenus d'exercer conformément à leurs devoirs et son pouvoir d'appréciation ne saurait être assimilée à un droit subjectif.

B. Mesures de défense inadmissibles

Selon l'article 29 al. 3 LBVM, la Commission des OPA peut édicter des dispositions sur les mesures de défense « *ayant pour but, de manière inadmissible, de prévenir ou empêcher le succès d'une offre* ». Toutes les mesures de défense peuvent ainsi tomber sous le coup de cette disposition, peu importe qu'elle émane du conseil d'administration ou de l'assemblée générale¹¹⁴⁷.

La Commission des OPA, perpétuant la pratique établie dans l'affaire *Holvis*¹¹⁴⁸, a prescrit que seules les mesures de défense manifestement contraires au droit des sociétés sont inadmissibles au regard du droit boursier et légitiment son intervention. Elle dispose ainsi d'un pouvoir de cognition – il est vrai réduit – en droit des sociétés et connaît de toutes les violations, tant formelles, comme lorsque le conseil d'administration ou la direction excèdent leurs compétences, que matérielles, comme les manquements aux devoirs de diligence, de fidélité ou d'égalité de traitement¹¹⁴⁹.

¹¹⁴⁷ Commentaires, Projet de la Commission des OPA du 22 juin 1996 concernant l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition, no 63.

¹¹⁴⁸ TSCHANI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 15. Voir la Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de BBA Group Plc sur Holvis AG, RSDA 1995 p. 186, p. 187, résumée ci-dessus. L'interprétation du Code suisse des offres publiques d'achat dans cette affaire est toutefois quelque peu discutable. Le chiffre 6.1 prévoyait en effet une référence expresse au droit des sociétés en matière de mesures de défense. La Commission de régulation aurait donc pu y voir un mandat en sa faveur de traiter ces questions avec un plein pouvoir de cognition. Elle n'a cependant pas suivi cette voie et a préféré limiter sa compétence aux violations manifestes.

¹¹⁴⁹ Commentaires, Projet de la Commission des OPA du 22 juin 1996 concernant l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition, no 63.

Si ce pouvoir de la Commission des OPA ne modifie pas le contenu du droit des sociétés, il le rend plus effectif, soumettant cette branche du droit privé à un régime de surveillance. Or, non seulement la procédure administrative est plus souple qu'en matière civile, mais encore la procédure spéciale applicable devant la Commission des OPA se caractérise par sa simplicité et sa célérité¹¹⁵⁰.

C. Conformité des mesures de défense à l'intérêt social

Comme nous l'avons dit à maintes reprises, le conseil d'administration est le mandataire de la société¹¹⁵¹. L'intérêt de celle-ci détermine s'il a un devoir de prendre des mesures de défense ou si, au contraire, elles lui sont interdites. En résumant les développements précédents, cet intérêt se définit à la fois comme celui de la personne morale à accroître la rentabilité de son capital social en poursuivant son but statutaire et l'intérêt correspondant et commun à tous les actionnaires à en percevoir les bénéfices par une distribution de dividendes ou par un accroissement de la valeur de leurs actions¹¹⁵². Par conséquent, si l'offre publique d'acquisition met en péril l'intérêt social ou si elle lèse les actionnaires, le conseil d'administration a le devoir de prendre les mesures de défense adéquates. En revanche, il ne saurait agir dans le but de conserver son mandat ou de servir les intérêts de ses membres¹¹⁵³.

L'existence même de clauses d'agrément¹¹⁵⁴ ou de clauses de limitation de droit de vote¹¹⁵⁵ justifie leur utilisation. Si la société a décidé d'empêcher les prises de contrôle par acquisition de droit de vote en limitant en terme de pourcentage d'actions ou de voix dont un actionnaire peut disposer, le conseil d'administration est lié par les statuts et doit appliquer la clause¹¹⁵⁶.

Deux nuances doivent toutefois être apportées à cette conclusion : premièrement, ces clauses statutaires ne sont pas immuables et le conseil d'administration doit, s'il estime que l'intérêt social l'exige, convoquer une assemblée générale en vue de les supprimer¹¹⁵⁷. Il n'est cependant pas pour autant toujours obligé de les soumettre au vote des actionnaires¹¹⁵⁸. Il n'est véritablement tenu de le faire que si un actionnaire détenant 10% du capital-actions le requiert¹¹⁵⁹.

¹¹⁵⁰ Voir l'art. 52 ss OOPA, en particulier, l'art. 55 al. 2 OOPA : « La procédure est simple et tient compte des brefs délais dans lesquels les recommandations doivent être édictées. »

¹¹⁵¹ WATTER (1990), no 736.

¹¹⁵² Voir *supra* p. 100 ss.

¹¹⁵³ WATTER (1990), nos 738 et 744.

¹¹⁵⁴ Art. 685d CO.

¹¹⁵⁵ Art. 692 al. 2 CO.

¹¹⁵⁶ WATTER (1990), no 758.

¹¹⁵⁷ MEIER-SCHATZ (2002), p. 308.

¹¹⁵⁸ MEIER-SCHATZ (2002), p. 308. Comp. BACHMANN (1992), p. 133, en faveur de cette règle *de lege lata* et MEIER-SCHATZ (1991), p. 61, *de lege ferenda*.

¹¹⁵⁹ Art. 699 al. 3 CO.

La deuxième nuance tient au contenu de ces clauses : souvent, elles ne sont pas rédigées pour s'appliquer automatiquement, mais confèrent plutôt un pouvoir d'appréciation au conseil d'administration, qui peut mais ne doit pas refuser l'agrément ou plafonner les droits de vote. La question est alors plus controversée : un premier courant soutient que, sous réserve de l'abrogation de ces clauses par l'assemblée générale, elles imposent un refus lors de prises de contrôle¹¹⁶⁰. A l'autre extrême, un autre considère que le conseil d'administration est tenu d'agréer un offrande, si les actionnaires ont de fait manifesté leur volonté d'abroger la clause, en acceptant de céder la majorité de leurs titres¹¹⁶¹. Enfin, un courant intermédiaire auquel nous nous rattachons juge que le conseil d'administration est libre de les appliquer selon sa perception de la prise de contrôle¹¹⁶². Dans ce cas, l'égalité de traitement des actionnaires limite toutefois son pouvoir d'appréciation, comme nous le verrons ultérieurement¹¹⁶³.

En termes plus généraux, le conseil d'administration doit prendre des mesures de défense lorsqu'une offre publique d'acquisition menace l'intérêt de la société. Ce devoir n'est toutefois pas absolu : le conseil ne peut pas mettre en péril l'existence même de la société ou rendre impossible la réalisation du but social, parce qu'une offre publique menace la société¹¹⁶⁴, remplaçant cette atteinte par une autre plus dommageable. En d'autres termes, l'intérêt de la société limite aussi la sévérité des mesures de défense.

Le conseil d'administration ne peut pas prendre de décisions préjudiciables à la société (y compris sur le long terme) ou qui la privent de ses moyens d'existence¹¹⁶⁵. De même, conformément au principe de la *schonende Rechtsausübung* (exercice des droits avec ménagement)¹¹⁶⁶, il doit ménager les intérêts des actionnaires. Il ne peut pas leur faire subir un préjudice excessif. Il est ainsi obligé de s'assurer que le tort causé par une mesure de défense est inférieur à celui qui se serait produit, si l'offre avait abouti. Autrement dit, sa réaction doit placer la société et ses actionnaires dans une meilleure situation que si l'offre publique d'acquisition avait abouti.

L'intérêt social ne cautionne donc pas les mesures de défense dommageable pour la société et les actionnaires, leur utilisation violant le devoir de fidélité. En

¹¹⁶⁰ MEIER-SCHATZ (2002), p. 304–305. Dans le même sens, STRAZZER (1993), p. 186 ; DRUEY (1990), p. 160.

¹¹⁶¹ BÖCKLI (1996), nos 590–596 ; KLÄY (1997), p. 230.

¹¹⁶² BACHMANN (1992), p. 133 ; KUY (1989), p. 45 ; WATTER (1990), no 759.

¹¹⁶³ Voir *infra* p. 230 ss.

¹¹⁶⁴ BÖCKLI (1996), no 1669.

¹¹⁶⁵ BÖCKLI (1996), no 1669.

¹¹⁶⁶ Arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision AG*, ATF 121 III 219, consid. 1.d.bb, p. 173–174 ; arrêt du Tribunal fédéral du 25 juin 1991, *Association Canes c. Nestlé S.A.*, ATF 117 II 290, 4.e.cc, p. 302.

synthèse, pour reprendre les termes de la jurisprudence américaine, elles doivent être proportionnelles à la menace causée par l'offre publique¹¹⁶⁷.

Par ailleurs, elles ne sont admissibles qu'à la condition de ménager la liberté de choix des actionnaires. Ces derniers doivent toujours conserver leur droit d'accepter ou de refuser l'offre¹¹⁶⁸. Ainsi, en aucun cas et quelle que soit la menace, le conseil d'administration ne peut les contraindre.

D. Mesures de défense et *business judgment rule*

En règle générale, le conseil d'administration est le mieux placé pour déterminer comment réaliser le but social, c'est pourquoi, selon la *business judgment rule*, il bénéficie d'un pouvoir d'appréciation pour déterminer la conformité d'une affaire au but statutaire de la société¹¹⁶⁹. Il a même le droit de faire une mauvaise affaire, sans que sa gestion soit fautive, pour autant qu'il ait pris une décision informée et réfléchie, le cas échéant avec l'aide d'un spécialiste^{1170/1171}. En effet, le juge n'examine pas l'opportunité et la conformité à l'intérêt social d'un acte de gestion que le conseil d'administration aurait décidé sur une base informée et de bonne foi, en dehors de toute situation de conflit d'intérêts¹¹⁷².

A l'inverse, selon le Tribunal fédéral, le comportement des organes dirigeants doit « *s'apprécier avec une extrême rigueur lorsque [ils] n'agissent pas dans l'intérêt de la société mais recherchent le leur, celui d'actionnaires ou celui de tiers* »¹¹⁷³. Alors, pour reprendre la terminologie américaine, le juge a la responsabilité de vérifier l'équité intrinsèque de la transaction (*intrinsic fairness*) et de s'assurer que les organes n'ont pas lésé la société¹¹⁷⁴.

¹¹⁶⁷ *Unitrin v. American General Corp*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995), p. 1387–1388 *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946 p. 955 (Del. 1985).

¹¹⁶⁸ Ce principe ressort entre autres de l'art. 30 al. 1 LBVM qui prévoit la liberté de choix des actionnaires entre plusieurs offres.

¹¹⁶⁹ Arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1982, ATF 113 II 52, consid. 3a, p. 55 ; X c. *J. Berberat et Henauer SA*, SJ 1982 221, consid. 3a, p. 225. Voir GLANZMANN (2000), p. 166 ; VON DER CRONE (2000b), p. 250 ; GRASS (2000), *passim* ; WIDMER/BANZ (1994), ad art. 754 CO, no 31 ; VON DER CRONE (1997a), p. 105.

¹¹⁷⁰ Arrêt du Tribunal fédéral du 24 janvier 1967, *Kreft AG en liquidation concordataire c. Hommel & Cie*, ATF 93 II 22, JT 1968 I 148, consid. 3c, p. 152. GRASS (2000), p. 7 ; FORSTMOSER (1987), nos 302–306 et 830–831.

¹¹⁷¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- und Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403. JT 1973 I 66, consid. 5b, p. 71–72 qui juge que « [la diligence] suppose que le conseil d'administration lise d'un œil critique les rapports qui lui sont soumis, exige au besoin de ces personnes des renseignements complémentaires et intervienne s'il constate des erreurs ou des irrégularités ».

¹¹⁷² GLANZMANN (2000), p. 166 ; VON DER CRONE (2000b), p. 250 ; GRASS (2000), *passim* ; WIDMER/BANZ (1994), ad art. 754 CO, no 31.

¹¹⁷³ Arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1982, X c. *J. Berberat et Henauer SA*, SJ 1982 221, consid. 3a, p. 225. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1987, *M. c. F. et M. S.*, ATF 113 II 52, consid. 3a, p. 55. GRASS (2000), p. 6 ; FORSTMOSER (1987), no 307.

¹¹⁷⁴ Voir GILSON (1981), p. 824–825.

Lors d'offres publiques d'acquisition, le conseil d'administration est tiraillé entre son intérêt personnel et celui de la société et des actionnaires. Dès lors, comment un juge doit-il apprécier une mesure de défense ? Doit-il appliquer la *business judgment rule* ou, au contraire, la règle de l'examen strict en raison du conflit d'intérêts latent¹¹⁷⁵ ? D'un côté, la première ne saurait s'appliquer sans autre à cause du conflit d'intérêts potentiel. De l'autre, comme cet état est inévitable, il serait inéquitable de traiter les membres du conseil d'administration avec la même rigueur qu'un dirigeant qui, par exemple, octroie un prêt à l'un de ses proches à des conditions défiant toute concurrence.

La jurisprudence américaine¹¹⁷⁶ suggère une solution : dans un premier temps, il convient d'identifier le but principal de la mesure de défense, si elle protège la société contre une menace réelle, les membres du conseil d'administration ne doivent pas être soumis à l'examen strict et inversement, s'ils ont cherché à se protéger.

Ensuite, selon le second test de l'*intermediary standard*, la réaction doit être proportionnée à la menace causée par l'offre publique d'acquisition hostile. Si tel est le cas, les membres du conseil d'administration satisfont leurs devoirs. L'*intermediary standard* ne va cependant pas jusqu'à exiger que la mesure de défense soit indispensable¹¹⁷⁷ ou qu'elle ait permis à la société d'éviter un dommage.

En conclusion, un membre du conseil d'administration de bonne foi respecte ses devoirs de diligence et fidélité, s'il estime, de bonne foi, après s'être dûment informé, que l'offre menace l'intérêt social, et s'il prend des mesures de défense adéquates.

E. Respect de l'égalité de traitement

1. Principe

Le principe d'égalité de traitement des actionnaires limite la palette des mesures de défense à disposition du conseil d'administration pour répondre à une offre contraire à l'intérêt de la société¹¹⁷⁸ : ce dernier doit traiter de la même manière les actionnaires qui se trouvent dans la même situation¹¹⁷⁹.

Premièrement, le conseil d'administration ne peut pas cautionner une acquisition qui chercherait à les traiter inégalement¹¹⁸⁰ et doit même s'y opposer¹¹⁸¹. Ce-

¹¹⁷⁵ Voir la controverse identique en droit allemand qui existe depuis l'entrée en vigueur de la WpÜG, Contre l'application de la *business judgment rule* WINTER/HARBARTH (2002), p. 7, pour SCHNEIDER (2002), p. 129.

¹¹⁷⁶ *Unitrin v. American General Corp*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995), p. 1387-1388 *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946 (Del. 1985), p. 955.

¹¹⁷⁷ Voir *Unitrin v. American General Corp*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995), p. 1387-1388.

¹¹⁷⁸ Voir NOBEL (1997a), § 10, no 325.

¹¹⁷⁹ Art. 717 al. 2 CO.

¹¹⁸⁰ BOHRER (1997), § 12, no 12 ; WATTER (2002a) ad art. 717 CO, no 34 ; WATTER (2002b), p. 3 s. ; WATTER (1990), no 634.

¹¹⁸¹ WATTER (1990), no 634.

pendant, ce cas de figure est peu fréquent en pratique, car la loi sur les bourses soumet l'offrant à la même obligation¹¹⁸². La plupart des offres publiques d'acquisition ne causent donc pas une inégalité de traitement au sens strict. Comme le droit boursier tolère le versement d'une prime de contrôle aux actionnaires importants avant la publication de l'offre¹¹⁸³, il n'oblige pas à lui seul le conseil d'administration à prendre des mesures de défense afin de garantir un partage égalitaire de la prime de contrôle.

Deuxièmement, l'égalité de traitement restreint la marge de manœuvre du conseil d'administration : afin de s'assurer une défense efficace, ce dernier cherche souvent un appui chez des actionnaires hostiles à l'offre. Or, il doit traiter ces alliés sur un pied d'égalité avec les autres, y compris, le cas échéant, l'offrant¹¹⁸⁴. Il ne peut pas leur offrir de souscrire ou d'acheter des actions de la société à des conditions préférentielles¹¹⁸⁵, même s'il respecte les conditions du marché, car ces avantages permettent d'influer sur la formation de la volonté sociale. Or, dans l'hypothèse d'une tentative de prise de contrôle, l'égalité de traitement concerne tant les droits sociaux que les droits financiers.

De même, lorsque l'offrant est déjà actionnaire de la société, le conseil d'administration ne peut pas adopter de mesures de défense qui le traitent différemment. Il ne peut donc pas recourir à des *poison pills*¹¹⁸⁶. Ce devoir peut aussi jouer en la défaveur de l'offrant, car le conseil d'administration ne peut pas succomber à un *greenmail* et lui offrir de racheter ses actions à un prix avantageux sans étendre cette offre aux autres¹¹⁸⁷.

Finalement, l'égalité de traitement joue un rôle déterminant quant à l'application des clauses d'agrément, qui confèrent souvent un pouvoir discrétionnaire au conseil d'administration, lui permettant de refuser l'agrément à un acquéreur indésirable lors d'une offre hostile. Or, l'égalité de traitement limite ce pouvoir d'appréciation, en l'obligeant à appliquer la clause de façon cohérente. A défaut d'une application systématique, le conseil d'administration viole ce principe, à moins d'avoir des motifs de discriminer ces actionnaires.

¹¹⁸² Voir l'art. 1 LBVM et l'art. 1 OOPA.

¹¹⁸³ Autrement dit, le prix offert aux actionnaires ne saurait être inférieur de 25% au prix le plus élevé payé par l'offrant pendant l'année précédant la publication de l'offre. Art. 32 al. 4 LBVM. Le Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1269, p. 1317, considère expressément que cette marge peut servir à payer une prime de contrôle raisonnable.

¹¹⁸⁴ Voir NOBEL (1997a), § 10, no 325.

¹¹⁸⁵ HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 1059 ; WATTER (1990), no 771.

¹¹⁸⁶ NOBEL (1997a), § 10, no 325 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 1052. Au sens strict, un *poison pill* est l'émission d'options qui donnent le droit à tous les actionnaires de souscrire des actions à un prix avantageux, si un tiers acquéreur non approuvé par le conseil d'administration acquiert plus d'un certain pourcentage des droits de vote. La participation du tiers acquéreur, qui de surcroît voit aussi son option suspendu, est ainsi diluée, ce qui renchérit substantiellement le prix de l'offre.

¹¹⁸⁷ BÖCKLI (1996), no 1656 ; HUGUENIN JACOBS (1994), p. 285 s.

De plus, il ne peut pas tomber dans l'arbitraire et ses refus doivent être justifiés par des critères appropriés (*sachgemässe*) et objectifs¹¹⁸⁸. Concrètement, selon la Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques, il n'a pas le droit d'invoquer des motifs liés au développement historique de la société, afin de refuser d'inscrire un acquéreur, alors que tous les autres actionnaires importants le sont¹¹⁸⁹. En revanche, selon la Commission des OPA, la coopération entre un actionnaire et la société peut justifier un traitement différencié¹¹⁹⁰.

En synthèse, l'égalité de traitement des actionnaires constitue tant une justification pour prendre des mesures de défense, qu'une limite au pouvoir d'appréciation du conseil d'administration.

2. Exceptions à l'égalité de traitement pour les mesures de défense

L'égalité de traitement des actionnaires n'est pas absolue : d'abord, le conseil d'administration est en droit de traiter différemment des actionnaires qui se trouvent dans des situations différentes. Ensuite, il est admis que la doctrine récente et la jurisprudence rendue sous l'ancien droit reconnaissent qu'« un traitement différencié peut [...] être licite à condition de ne pas être arbitraire, mais de constituer un moyen approprié pour atteindre un but justifié »¹¹⁹¹.

La marge de manœuvre du conseil d'administration dépend donc, entre autres, de l'existence de motifs justifiant le traitement différencié. Or, celui-ci doit parfois

¹¹⁸⁸ BÖCKLI (1996), nos 596–598 ; KLÄY (1997), p. 230 ; OERTLE/DU PASQUIER (2002), ad art. 685d CO, no 13 ; plus réservé WATTER (1993), p. 119, note 28.

¹¹⁸⁹ Décision de la Chambre des Offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques du 4 août 2000, *Baumgartner Papiers Holding SA c. Edelman Value Partners L.P. et autres*, consid. 4c. Cette décision a été renversée par l'arrêt du Tribunal fédéral du 2 juillet 2001, *Baumgartner Papiers Holding SA c. Décision du 4 août 2000 de la Chambre des offres publiques de la Commission fédérale des banques, Commission des OPA, Edelman Value Partners L.P. et autres*, 2A.294/2000. Toutefois, le Tribunal fédéral a considéré que le caractère conforme ou non au droit des sociétés, du refus d'agrément ne devait pas déterminer l'octroi de la dérogation à l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition. Il nous semble, donc, que les réflexions de la Chambre des offres publiques d'acquisition restent d'actualité (voir l'arrêt du Tribunal fédéral précité, consid. 5c).

¹¹⁹⁰ Commission des OPA, Recommandation du 13 juillet 2000, *Stancroft Trust Limited / Intersport PSC Holding AG*, consid. 3.2 et 3.3, confirmé dans un *obiter dictum* de la décision de la Chambre des offres publiques d'acquisition du 4 août 2000, *Baumgartner Papiers Holding SA c. Edelman Value Partners L.P. et autres*, consid. 3c.

¹¹⁹¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 25 juin 1991, *Association Canes c. Nestlé S.A.*, ATF 117 II 290, consid. 6.b.bb, p. 312 ; WATTER (2002a), ad art. 717 CO, no 23 ; BÖCKLI (1996), no 1651. Comp. art. 706 al. 2 ch. 3 CO. Selon HOMBURGER, ad art. 717, no 1110, en raison de son devoir de fidélité et de diligence, le conseil d'administration ne peut pas se contenter de justifier un traitement différencié des actionnaires, comme un moyen approprié et adéquat d'atteindre un but justifié, mais doit prouver que le traitement différencié était nécessaire au regard de l'intérêt social. Voir VON SAULS (1994), p. 179, selon qui, une inégalité ne peut être justifiée par le but social, que si elle est nécessaire dans l'intérêt de l'existence et du bon fonctionnement de la société.

prendre des mesures de défense afin de protéger l'intérêt social. Dans ce cas, elle peut justifier une inégalité de traitement, pour autant qu'elle constitue un moyen nécessaire, adéquat et approprié de protéger la société¹¹⁹².

Dans le contexte des offres publiques d'acquisition, la qualité de moyen nécessaire, adéquat et approprié ne doit être retenue qu'avec une grande prudence. L'égalité de traitement est une des clés de voûte de la législation boursière¹¹⁹³, c'est pourquoi l'existence même d'une offre publique d'acquisition ne justifie pas une inégalité de traitement entre les actionnaires. Ainsi, contrairement à l'approche américaine, le droit suisse ne tolère pas les *poison pills*. Le principe d'égalité de traitement interdit de diluer les droits financiers et sociaux d'un actionnaire, pour le seul motif qu'il détient une participation importante et qu'il menace de prendre le contrôle¹¹⁹⁴.

De même, le conseil d'administration ne peut pas succomber à un *greenmail* et racheter les actions d'un offrant à un prix supérieur à leur cours de bourse contre le retrait de l'offre, à moins de présenter la même opportunité aux autres actionnaires¹¹⁹⁵, car au regard du droit des sociétés, l'importance de la participation ou la menace de prise de contrôle ne permet pas de favoriser un acquéreur potentiel¹¹⁹⁶. Dans le même ordre d'idées, il n'a pas le droit d'acheter les actions de ses proches à un prix surfait ou de leur en vendre au rabais¹¹⁹⁷.

IV. Synthèse

Le droit suisse n'a pas adopté une position de principe sur les mesures de défense du conseil d'administration : il ne les condamne pas, mais ne les cautionne pas non plus. Il les régleme, par le droit des sociétés et, surtout, par le droit boursier. Il procède tant en régissant les domaines de compétence du conseil d'administration qu'en définissant des devoirs pour ce dernier.

¹¹⁹² WATTER (2002a) ad art. 717 CO, no 23.

¹¹⁹³ Voir l'art. 1 LBVM et l'art. 1 OOPA.

¹¹⁹⁴ HOFSTETTER (1998), p. 148, et, plus généralement, p. 153 ; NOBEL (1997a), § 10, no 325 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 1052 ; BÖCKLI (1996), no 1669a.

¹¹⁹⁵ HOFSTETTER (1998), p. 148 ; BÖCKLI (1996), no 1656 ; HUGUENIN JACOBS (1994), p. 285 s.

¹¹⁹⁶ Cette situation se distingue de la prime de contrôle payée par l'offrant, car le conseil d'administration est tenu à un devoir de traiter tous les actionnaires sur un pied d'égalité. Art. 717 al. 2 CO.

¹¹⁹⁷ HOFSTETTER (1998), p. 153 et 157-158 ; BÖCKLI (1996), no 1657 ; HUGUENIN JACOBS (1994), p. 285 s. *Contra* HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 1659, qui se fonde sur l'arrêt du Tribunal fédéral du 27 mars 1962, *Knie c. Aktiengesellschaft Gebrüder Knie, Schweizer National-Circus und Knie*, ATF 88 II 98, consid. 3, p. 105.

Avec WATTER (2002a), ad 717 CO, no 27 et HUGUENIN JACOBS (1994), p. 286, nous sommes d'avis que cet arrêt, qui excluait l'application de l'égalité de traitement lorsque l'actionnaire agissait comme un tiers (*in casu*, un acheteur d'actions de la société), ne correspond pas au principe découlant de l'art. 717 al. 2 CO. Dans le même sens, HOFSTETTER (1998), p. 157-158.

Premièrement, la répartition des compétences fondée sur le droit des sociétés l'empêche de prendre nombre de mesures de défense. Par exemple, il ne peut pas, sans décision préalable de l'assemblée générale, restreindre la transmissibilité des actions, plafonner les droits de vote des actionnaires ou rendre sa position inexpugnable. De même, il n'a pas la possibilité de se défendre par une émission massive de titres de participations, par une modification de fait du but social ou même par une liquidation de fait de la société.

Deuxièmement, le droit boursier l'empêche de modifier substantiellement la composition du patrimoine social sans l'accord préalable des actionnaires, une restriction qui ne s'applique toutefois que durant une offre. En revanche, sous réserve des règles de compétence ordinaires, il peut mettre en place un dispositif de défense préventif avant la publication d'une offre. En outre, dans le même temps, l'assemblée générale peut l'autoriser à prendre des mesures de défense, dans l'hypothèse d'une offre publique d'acquisitions.

Bien que ces deux exceptions doivent être interprétées restrictivement, leur existence constitue une brèche dans le principe de libre choix des actionnaires. Conjuguées avec les mesures de défense « classiques » du droit des sociétés suisse (clause d'agrément, de plafonnement des droits de vote et majorité qualifiée), elles permettent au conseil d'administration d'adopter une stratégie de défense active bien plus coercitive qu'une campagne visant à convaincre les actionnaires de l'inopportunité de l'offre.

C'est à ce stade qu'intervient l'autre catégorie de limites imposées aux mesures de défenses : les devoirs généraux. Les membres du conseil d'administration doivent diligence, fidélité et égalité de traitement. Les deux premiers les obligent à s'assurer que les mesures de défense sont conformes à l'intérêt de la société et constituent une réponse adéquate à la menace causée par une offre publique d'acquisition. Par ailleurs, le principe d'égalité de traitement prescrit de traiter tous les actionnaires sur un pied d'égalité dans ce domaine aussi, empêchant le conseil d'administration de favoriser ses partisans aux dépens des autres actionnaires, par exemple en leur vendant des actions propres à des prix avantageux. Il s'applique aussi à l'envers de l'offrant, lorsque ce dernier est lui-même actionnaire. Le conseil d'administration ne peut donc pas discriminer un acquéreur potentiel au moyen de *poison pills*. A l'inverse, il ne peut pas avantager un acquéreur hostile, lors d'un *greenmail*, et lui racheter ses titres à des conditions favorables sans étendre cette possibilité à tous les autres.

La mise en œuvre de ces devoirs est renforcée par la surveillance du droit boursier qui requiert que la Commission des OPA soit informée de la réaction envisagée et qui, s'immisçant dans le droit privé, prévoit qu'au regard de la réglementation de droit public, les mesures de défense manifestement contraires au droit des sociétés sont inadmissibles.

A la lecture de l'exposé, on se demande quelles sont les mesures de défense envisageables. La première est l'information : le conseil d'administration peut et doit convaincre les actionnaires destinataires de l'offre de la qualité de sa stratégie. Il peut aussi convaincre un tiers de présenter une offre concurrente, voire tenter un *management buy-out*.

Plus classiquement, il peut recourir en outre aux clauses d'agrément et à celles de plafonnement des droits de vote. Ces mesures de défense supposent une base statutaire et doivent être conformes à l'égalité de traitement : le conseil est obligé d'être cohérent et il ne peut pas accepter certains acquéreurs potentiels sans accepter les autres. Enfin, bien que le droit suisse ne connaisse pas de règle de neutralisation permettant de lever ces clauses, il aura de la peine à refuser un actionnaire qui aurait acquis une participation majoritaire lors d'une offre publique d'acquisition. Une opération couronnée de succès devrait donc impliquer de fait une neutralisation des mesures de défense.

En définitive, si l'action conjugée du droit boursier et du droit des sociétés tend vers l'interdiction de la plupart des mesures de défense supprimant la liberté des actionnaires de vendre leurs titres, le droit suisse admet d'autres mesures de défense qui n'empêchent pas les actionnaires de manifester leur mécontentement en aliénant leurs actions. Plus encore, il tolère que le conseil d'administration puisse s'octroyer une position inexpugnable au moyen d'un dispositif statutaire, approuvé par les actionnaires avant toute offre. En d'autres termes, il accepte que les actionnaires renoncent, par avance, à leur liberté de transférer leurs titres par des clauses d'agrément ou par une décision approuvant la modification substantielle du patrimoine social. Bien que les devoirs du conseil d'administration constituent un garde-fou, le droit suisse introduit ainsi de nombreuses exceptions au principe de liberté de choix des actionnaires et réduit donc la fonction de *corporate governance* des offres publiques d'acquisition hostiles.



CHAPITRE 6 DEVOIRS D'INFORMATION

§ 1 Introduction

Au cours des trois derniers chapitres, nous nous sommes intéressés avant tout aux règles concernant les devoirs d'action (ou d'abstention) du conseil d'administration. Or, lors des fusions et acquisitions, les actionnaires ont souvent le dernier mot et il ne lui appartient pas d'agir. Son rôle est alors modifié : il doit alors les informer.

Ce chapitre a donc pour objet de circonscrire les devoirs d'information. Après avoir examiné en introduction leur fonction et leurs fondements légaux ainsi que le rôle du conseil d'administration dans ce système, nous décrirons les devoirs d'information spontanée. Puis, nous nous intéresserons au cadre juridique applicable aux informations supplémentaires fournies sur une base volontaire dans le cadre des *investor relations*. Ensuite, nous aborderons brièvement les droits aux renseignements sur demande. Enfin, nous examinerons la limite à ce droit que pose le secret des affaires et ses corollaires, le devoir de confidentialité et l'interdiction des opérations d'initiés.

I. Fonction de l'information

L'information fournie aux actionnaires sert trois fonctions : premièrement, elle leur permet de surveiller l'activité du conseil d'administration¹¹⁹⁸. Leurs droits de contrôle constituent le pendant du devoir de rendre compte exigé du mandataire¹¹⁹⁹. Ils visent à combler l'asymétrie d'information entre le mandant et l'agent, afin de permettre au premier de s'assurer que le second a bien exécuté sa tâche.

Deuxièmement, l'information permet aux organes sociaux de prendre leurs décisions en connaissance de cause¹²⁰⁰. Le conseil d'administration se sert ainsi de ses comités, de ses délégués et de sa direction pour gérer la société. De même, les actionnaires réunis en assemblée générale dépendent du conseil. Dans ce contexte, le droit à l'information se rattache au droit de vote qu'il renforce¹²⁰¹.

¹¹⁹⁸ FORSTMOSER (1997), p. 87 ; DRUEY (1993), p. 72 ; Comp. DRUEY (1995), p. 409–410, qui met en opposition une fonction individuelle de l'information et une fonction collective. La fonction individuelle servirait à protéger l'actionnaire dans l'exercice de ses droits sociaux tandis que la fonction collective vise à garantir le bon fonctionnement de l'institution.

¹¹⁹⁹ Voir l'art. 400 CO.

¹²⁰⁰ FORSTMOSER (1997), p. 87 ; DRUEY (1993), p. 72.

¹²⁰¹ VON FISCHER (2001), p. 51 ; FORSTMOSER (1997), p. 87 ; DRUEY (1993), p. 72 ; Message concernant la révision du droit des sociétés anonymes du 23 février 1983, p. 163.

Enfin, les actionnaires ont besoin de données afin d'investir ou de désinvestir. Ils les utilisent tant sur le marché primaire, lors de l'émission des actions, que sur le marché secondaire, non seulement lors de transaction en bourse, mais aussi lors de cessions de blocs d'actions et d'offres publiques d'acquisition¹²⁰².

L'information protège donc les investisseurs sur les plans individuel et collectif. Chacun l'utilise directement pour décider d'acheter, de conserver ou de vendre des titres. Au niveau collectif, selon la théorie du marché efficace, dans sa version semi forte¹²⁰³, le marché ajuste le prix d'un titre à la valeur que toutes les données publiquement disponibles permettent de déduire : il commence par les assimiler pour déterminer les retours (*returns*) probables. Puis, il évalue les titres et aligne leur prix cette valeur. Par conséquent, plus le public est informé en termes quantitatifs et qualitatifs, plus le cours reflète la valeur réelle du titre ; plus le marché est fiable, plus les investisseurs sont incités à y placer leurs deniers¹²⁰⁴.

Ces trois fonctions jouent un rôle lors des fusions et acquisitions : l'information permet de contrôler les décisions prises par les organes exécutifs. Elle permet aux actionnaires de décider en connaissance de cause de procéder à une opération qui relève de leur compétence. Elle leur permet, enfin, d'estimer l'opportunité d'une offre publique d'acquisition et, en particulier, de déterminer l'adéquation du prix offert.

II. Fondement légal de l'information

Les devoirs d'information sont basés sur deux sources principales : le droit des sociétés et le droit boursier. D'un point de vue systématique, le premier se soucie du contrôle des actionnaires sur la marche des affaires. La section du code des obligations intitulée « *Droit de contrôle des actionnaires* » leur confère trois droits : celui de recevoir le rapport de gestion et le rapport de révision¹²⁰⁵, celui de demander des renseignements¹²⁰⁶ et de consulter les documents sociaux¹²⁰⁷, et, enfin, celui de demander un contrôle spécial sous la direction du juge¹²⁰⁸.

¹²⁰² FORSTMOSER (1997), p. 92–93 ; DRUEY (1993), p. 72.

¹²⁰³ Il existe trois variantes de la théorie du marché efficace : la première appelée forme faible suppose que le prix du marché intègre toutes les données publiques historiques relatives aux titres de la société. À l'autre extrême, la forme forte suppose que ce prix incorpore toutes les informations, même les informations confidentielles et non publiques, concernant les titres de la société. La forme semi-forte est une forme intermédiaire : elle suppose que ce prix reflète l'ensemble des informations publiquement disponibles (sous réserve des secrets). Voir notamment COBBAUT (1997), p. 304 et FAMA (1970), *passim*.

¹²⁰⁴ Voir RUFFNER (2000), p. 359–402 ; COBBAUT (1997), p. 289–326 ; FAMA (1970), *passim*.

¹²⁰⁵ Art. 696 CO.

¹²⁰⁶ Art. 697 CO.

¹²⁰⁷ Art. 697 CO.

¹²⁰⁸ Art. 697a ss CO.

En revanche, sous réserve des maigres informations à fournir lors de la convocation de l'assemblée générale¹²⁰⁹, le code des obligations ne contient pas de dispositions sur l'information préalable aux décisions de cet organe. La loi sur la fusion comble cette lacune dans le domaine des fusions et des scissions, obligeant le conseil d'administration à remettre aux actionnaires un rapport de fusion, respectivement de scission¹²¹⁰.

Le code des obligations ne prévoit presque aucun devoir destiné à informer les investisseurs, sous réserve de l'obligation de rédiger un prospectus d'émission lorsque des actions, des obligations ou des titres du même genre sont offerts à la souscription publique¹²¹¹. Cette dernière obligation fait d'ailleurs pâle figure sur le plan international¹²¹², car non seulement les exigences de fond relatives au contenu du prospectus d'émission sont sommaires¹²¹³, mais encore le droit suisse n'instaure pas de surveillance administrative pour les émissions publiques¹²¹⁴.

¹²⁰⁹ C'est-à-dire l'indication de son ordre du jour et les propositions du conseil d'administration ou le cas échéant d'actionnaires ayant demandé l'inscription d'un objet à l'ordre du jour. Art. 700 al. 2 CO.

¹²¹⁰ En matière de fusion, art. 14 LFus et art. 16 LFus et, en matière de scission, art. 39 LFus et art. 41 LFus.

¹²¹¹ Art. 652a CO, pour les actions, et art. 1156 CO, pour les obligations et titres analogues.

¹²¹² ZINDEL/ISLER (2002), ad art. 652a CO, no 5.

¹²¹³ Comp. l'art. 652a al. 1 ch. 1-7 CO avec les prescriptions en droit européen qui résultent de la directive 89/298/CEE du Conseil du 17 avril 1989 portant coordination des conditions d'établissement, du contrôle et de diffusion du prospectus en cas d'offre publique de valeurs mobilières. Cette directive renvoie en matière de titres cotés aux règles sur le prospectus de cotation énoncées dans la directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et à l'information à publier sur ces valeurs (art. 7 et 8). Pour les titres non cotés, elle exige que le prospectus contienne les renseignements qui, selon les caractéristiques de l'émetteur et des valeurs mobilières faisant l'objet de l'offre publique, sont nécessaires pour que les investisseurs puissent former un jugement fondé sur le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur ainsi que sur les droits attachés à ces valeurs mobilières (art. 11(1)). Cette règle générale est complétée par un catalogue d'informations à fournir (art. 11(2)). Voir, aux Etats-Unis, les exigences du Securities Act de 1933. JENNINGS/MARSH/COFFEE/SELIGMAN (1998), p. 174 ss.

¹²¹⁴ Lors de la préparation de la loi sur les bourses, le législateur a volontairement exclu de soumettre le marché primaire à une surveillance directe. Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1285. Toutefois, l'absence de surveillance directe ne signifie pas une absence totale de réglementation : les maisons d'émissions qui se chargent de prendre ferme et de placer des titres sur le marché primaire sont des négociants soumis à autorisation selon la loi sur les bourses et donc à la surveillance de la Commission fédérale des banques. Art. 2 lit. d LBVM et art. 3 al. 2 OBVM ainsi que l'art. 10 al. 1 LBVM. De plus, les émetteurs sont également cotés et soumis à la surveillance de l'instance d'admission. Enfin, l'intermédiation financière a pour effet de diminuer les contacts directs entre investisseurs privés et émetteurs : les négociants interviennent dans ce domaine pour le compte de leurs clients et suppléent aux besoins de protection des investisseurs. Voir HIRSCH (1988), p. 40. Par ailleurs, les sociétés émettrices d'emprunts par obligations doivent respecter les exigences légales, à défaut, elles ne pourront pas se prévaloir de l'exception de l'art. 3a al. 3 OB et seront réputées exercer une activité bancaire sans autorisation (décision de la Commission fédérale des banques du 1^{er} juillet 1998, M. SA., Bull. CFB. 38 (1999), p. 20 ; arrêt du Tribunal fédéral du 17 juin 1999, P. SA. c. CFB, p. 24).

Cette lacune est comblée par le droit boursier, qui a pour but de garantir la transparence aux investisseurs, dans deux domaines. Premièrement, il requiert des bourses qu'elles édictent un règlement de cotation fixant les conditions d'admission des valeurs mobilières au négoce¹²¹⁵. Ces prescriptions doivent permettre aux investisseurs de prendre leurs décisions au moyen d'informations¹²¹⁶ conforme aux standards internationaux¹²¹⁷, c'est pourquoi elles imposent des devoirs d'information aux émetteurs que leur conseil d'administration doit mettre en oeuvre.

Ensuite, la réglementation sur les offres publiques d'acquisition cherche à réduire l'asymétrie d'information entre les actionnaires, d'une part, et l'offrant ainsi que le conseil d'administration, d'autre part, mettant à la charge des derniers certains devoirs d'information qui, d'un point de vue conceptuel, s'apparentent à leurs pendant précontractuels¹²¹⁸.

III. Rôle du conseil d'administration dans le système d'information

Le conseil d'administration joue un rôle central dans le système d'information mis en oeuvre par le droit des sociétés. Il exerce la compétence intransmissible et inaliénable d'établir le rapport de gestion et de préparer l'assemblée générale¹²¹⁹ et doit répondre aux demandes de renseignements des actionnaires¹²²⁰.

Cette importance s'explique par sa position de mandataire social : les membres du conseil d'administration sont au sommet de la hiérarchie de l'exécutif social, ils sont les seuls dirigeants sociaux élus par l'assemblée générale et appelés à répondre devant elle. Les autres organes de gestion ne doivent des comptes qu'au conseil d'administration, qui les nomme.

Bien que la société, en tant qu'émetteur, soit la personne débitrice des obligations d'information du droit boursier, le conseil d'administration conserve un rôle déterminant. Il doit s'assurer que la société respecte ses devoirs légaux et réglementaires, soit en se chargeant lui-même de la tâche, soit en la déléguant à ses membres ou à la direction¹²²¹. Il doit prendre l'entière responsabilité de l'établissement des rapports périodiques. Il peut déléguer la mise en oeuvre de sa politique d'information continue. Il est même obligé de le faire pour que la société puisse

¹²¹⁵ Art. 8 al. 1 LBVM.

¹²¹⁶ Art. 8 al. 2 LBVM.

¹²¹⁷ Art. 8 al. 3 LBVM. Parmi les standards internationaux, il faut penser en particulier au *Objectives and Principles of Securities Regulation* de l'IOSCO et à la directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et à l'information à publier sur ces valeurs. D'ailleurs, cette dernière directive constitue sans doute le cadre de référence principal du règlement de cotation de la SWX.

¹²¹⁸ WATTER/DUBS (1998), p. 1312. Voir STRAZZER (1993), p. 119–123, qui, avant l'entrée en vigueur de la loi sur les bourses, préconisait l'application directe des devoirs précontractuels.

¹²¹⁹ Art. 716a al. 1 ch. 6 CO.

¹²²⁰ Art. 697 al. 1 CO.

¹²²¹ Voir le ch. 8(1) Code suisse de bonne pratique.

respecter ses devoirs de publicité événementielle. Comme il ne siège que ponctuellement, un organe permanent doit pouvoir réagir immédiatement aux événements qui appellent une information continue¹²²².

§ 2 Devoirs d'information spontanée

I. Généralités

Lors des fusions et acquisitions, les actionnaires, et les investisseurs en général, dépendent de l'information spontanée. En raison de l'asymétrie d'information, les actionnaires en ont besoin afin d'exercer effectivement leur droit de demander des renseignements. En d'autres termes, ils doivent se faire une idée générale de la société avant de poser des questions précises. Leur dispersion et les problèmes d'action collective exacerbent leur manque de connaissances. Les actionnaires sont réduits à un état d'ignorance rationnelle¹²²³. C'est pourquoi le droit des sociétés et le droit boursier obligent les sociétés, respectivement les émetteurs, et leurs organes à leur dévoiler certaines informations.

Les actionnaires ont besoin d'informations à deux stades : d'abord, ils les utilisent afin d'avoir une vue d'ensemble sur la société et ses activités. Ensuite, ils requièrent des informations plus spécifiques, afin de se prononcer sur une transaction. L'analyse des devoirs d'information spontanée suit cette structure en deux temps, examinant d'abord les devoirs généraux, puis ceux qui précèdent l'assemblée générale et les offres publiques d'acquisition.

II. Information générale

Le droit suisse connaît principalement deux vecteurs d'information générale : d'un côté, les rapports périodiques, qui transmettent à intervalle régulier une information, principalement financière, sur la société et, de l'autre, la publicité événementielle qui met à jour les premiers, si survient un événement d'une importance particulière.

En parallèle, la publicité des participations permet aux actionnaires de connaître les rapports de force au sein de leur société¹²²⁴. Plus précisément, le droit bour-

¹²²² HSU (2000), p. 288–289.

¹²²³ Voir, sur la problématique de l'action collective et de l'apathie rationnelle qui s'ensuit, *supra* p. 6 ss.

¹²²⁴ BERTSCHINGER (1997), p. 283 ; DRUEY (1997b), p. 39. Cette obligation permet à chaque associé de déterminer, à sa guise, les rapports de force en présence et, dès lors, elle intervient au stade de la décision d'investissement (Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1288, no 163).

sier prévoit deux obligations de dévoiler les acquisitions et les aliénations de participations : l'une est générale et applicable en tout temps¹²²⁵ et tandis que l'autre constitue un devoir d'annonce qualifié pendant la période d'offre publique d'acquisition¹²²⁶.

L'obligation générale a pour but de rendre transparents la constitution et le dénouement de participations, alors que le devoir spécifique est au contraire un instrument de surveillance administrative, destiné à garantir la loyauté des offres publiques d'acquisition¹²²⁷. A proprement parler, ces deux obligations n'incombent cependant pas au conseil d'administration, mais aux acquéreurs ou aux aliénateurs¹²²⁸. C'est pourquoi nous ne les examinerons pas davantage.

A. Rapports périodiques

1. En droit des sociétés

a) *Rapport de gestion, instrument de contrôle de l'activité du conseil d'administration*

Le conseil d'administration doit présenter aux actionnaires lors de l'assemblée générale un rapport annuel. Ce rapport forme le noyau dur des obligations d'information spontanée en droit des sociétés¹²²⁹. Il contient, d'une part, les états financiers annuels (le bilan annuel, le compte de pertes et profits, l'annexe¹²³⁰ et, lorsque la société est à la tête d'un groupe de sociétés, les comptes consolidés¹²³¹) et, d'autre part, le rapport de gestion, que le texte légal qualifie par erreur de rapport annuel^{1232/1233}.

Ce document permet aux actionnaires de vérifier si le conseil d'administration a accompli ses devoirs. Il doit retracer les fusions et acquisitions effectuées pendant l'exercice avec un résumé de leurs éléments essentiels. Lorsque l'opération a requis une augmentation de capital de la société, il doit être accompagné du rapport

¹²²⁵ Art. 20 al. 1 LBVM.

¹²²⁶ Art. 31 LBVM.

¹²²⁷ SCHITLKNECHT (1999), ad art. 31 LBVM, nos 1 et 5 ; BERNET (1998), p. 193–194.

¹²²⁸ La société doit publier les informations reçues relatives aux modifications du pourcentage de droits de vote. Art. 21 LBVM. Toutefois, la société ou ses organes n'ont pas un devoir de rechercher d'éventuelles violations. BÖCKLI (1996), no 980c ; MEIER-SCHATZ (1996), p. 99. Tout au plus, doivent-ils informer la Commission fédérale des banques, s'ils ont des raisons de penser qu'un actionnaire a violé son obligation de déclarer.

¹²²⁹ Art. 696 al. 1 CO.

¹²³⁰ Art. 662 al. 2 CO.

¹²³¹ Art. 663e CO.

¹²³² Art. 662 al. 1 CO.

¹²³³ La terminologie employée par le législateur est trompeuse : le « rapport annuel » vise le document dans lequel le conseil d'administration rend compte de sa gestion, alors que le « rapport de gestion » comprend l'ensemble formé par les états financiers et le rapport annuel. Par ailleurs, le texte de l'art. 663d CO, qui traite du rapport annuel, parle de « rapport annuel de gestion ». Pour compliquer le tout, une incohérence s'est introduite dans le titre marginal relatif à l'art. 662 CO qui se réfère par erreur au rapport annuel, alors que l'article définit le rapport de gestion ; le texte alle-

d'augmentation et de l'attestation de vérification¹²³⁴. Bien que la loi sur la fusion ne le prévoit pas expressément, cette obligation devrait aussi s'étendre à d'éventuels rapports de fusion ou de scission et aux attestations de vérification y afférentes.

La loi sur la fusion prévoit une obligation similaire lorsqu'un transfert de patrimoine a été effectué pendant l'exercice. Le rapport annuel doit expliquer et justifier, d'un point de vue juridique et économique, le but et les conséquences de chaque opération, faire état de leurs répercussions sur les travailleurs et contenir des indications sur un éventuel plan social¹²³⁵.

Le conseil d'administration n'est cependant tenu de mentionner les transferts de patrimoine dans son rapport, que si les actifs transférés atteignent une valeur supérieure à 5% de la somme de bilan¹²³⁶. L'évaluation déterminante pour ce seuil doit se faire sur une base brute, c'est-à-dire sans déduction d'éventuels passifs transférés et sur une base *at arm's length* et non sur la valeur comptable des actifs ou sur le montant de la contre-prestation.

b) *Rapport de gestion, outil de décision*

Le rapport de gestion sert aussi à décider de l'opportunité des fusions et acquisitions. Il constitue la base principale des évaluations des sociétés et permet aux actionnaires d'estimer son opportunité et son caractère équitable, d'apprécier son fonctionnement commercial et de déterminer dans quelle mesure une acquisition, une cession ou un regroupement engendre des gains de synergies ou d'organisation ou, au contraire, ne sert qu'à satisfaire l'ego des dirigeants sociaux.

Par ailleurs, les états financiers permettent de juger du bien-fondé des évaluations d'entreprises et du prix ou des rapports d'échange prévus. Dans cette perspective, le rapport annuel en droit des sociétés n'est toutefois pas totalement satisfaisant. Son but principal ne consiste pas tant à informer les actionnaires qu'à protéger la société et indirectement ses créanciers de distributions excessives aux actionnaires¹²³⁷.

mand de l'article, exempt d'erreur, parle de *Geschäftsbericht*. Cette dernière incohérence sera corrigée dans le cadre de la révision du droit de la société à responsabilité limitée. Voir le Message concernant la révision du code des obligations (droit de la société à responsabilité limitée ; adaptation des droits de la société anonyme, de la société coopérative, du registre du commerce et des raisons de commerce) du 19 décembre 2001, p. 79.

¹²³⁴ Art. 663d al. 2 CO.

¹²³⁵ Art. 74 al. 1 et 2 lit. a-d LFus.

¹²³⁶ C'est-à-dire la somme des actifs figurant au bilan, à l'exclusion d'éventuelles pertes. Message concernant une loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 3995, p. 4117.

¹²³⁷ Voir, sous l'ancien droit, plus tolérant à l'égard des réserves latentes, VON STEIGER (1970), p. 246 ss. L'arrêt du Tribunal fédéral du 24 juin 1941, *Wild-Siber c. Siber et Wehrli AG*, ATF 67 II 247, JT 1941 I 626, consid. II.2.b, p. 632 a retenu que la prudence justifiait que les administrateurs procèdent à des amortissements exagérés et à des sous-estimations « [a]fin de donner une base solide et lui permettre de tenir dans les temps difficiles, les administrateurs s'efforcent plutôt de constituer des réserves ouvertes ou cachées qui dépassent de beaucoup la mesure prescrite par la loi ».

Sur un plan quantitatif et qualitatif, l'information comptable prescrite par le droit suisse est bien inférieure à celui de la quatrième directive européenne^{1238/1239}. Les règles comptables suisses ne requièrent pas la mise à disposition d'un tableau de flux de financement et n'adhère pas au principe de *true and fair view*, lui préférant le principe « *d'aperçu aussi sûr que possible du patrimoine et des résultats de la société* »¹²⁴⁰.

Elles tolèrent dans une large mesure la constitution de réserves latentes volontaires¹²⁴¹. Hormis certaines informations figurant à l'annexe au bilan, par exemple les valeurs d'assurance d'immeubles, ces réserves ne sont pas portées à la connaissance des actionnaires. Le code des obligations ne les protège qu'en exigeant que les réviseurs soient informés dans le détail de la constitution et de la dissolution de ces réserves¹²⁴². Par conséquent, le droit comptable expose les actionnaires au risque de voir leur participation sous-évaluée ou de ne pas se rendre compte de l'inadéquation de certaines aliénations d'actifs importants¹²⁴³.

2. En droit boursier

Ce dernier défaut est réparé par le droit boursier : il oblige les bourses à adopter un règlement de cotation basé sur les standards reconnus sur le plan international¹²⁴⁴ et qui doit prévoir les informations à fournir aux investisseurs, afin qu'ils puissent apprécier les caractéristiques des valeurs mobilières et la qualité de l'émetteur. Indirectement, il force ainsi les sociétés anonymes émettrices de valeurs cotées en bourse à remettre certains renseignements supplémentaires.

Le règlement de cotation améliore ainsi l'information financière. Il prévoit une obligation pour les sociétés cotées de publier sur une base semestrielle des états financiers qui respectent des normes comptables fondées sur le principe de *true and fair view*¹²⁴⁵ comme les Recommandations pour la présentation des comptes

¹²³⁸ Quatrième directive 78/660/CEE du conseil du 25 juillet 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, J.O.C.E. L 222 du 14 août, p. 11.

¹²³⁹ Voir cependant les avant-projets et rapport explicatif pour une loi fédérale sur l'établissement et le contrôle des comptes annuels (LECCA) et pour une ordonnance sur l'agrément des contrôleurs des comptes (OACC) du 29 juin 1998 qui entendent remettre le droit comptable suisse à niveau avec les standards internationaux sans s'aligner pour autant sur la 4^{ème} directive européenne.

¹²⁴⁰ Art. 662 CO ; BÖCKLI (1996), nos 817–818.

¹²⁴¹ Art. 669 al. 3 CO. VOIR BÖCKLI (1996), no 1125 ; NEUHAUS/SCHÖNBÄCHLER (2002), ad art. 669 CO, nos 38 ss.

¹²⁴² Art. 669 al. 4 CO.

¹²⁴³ Comp. BACHMANN (1992), p. 144 et STEHLI (1975), p. 52–43, sur l'information comptable disponible lors de fusions.

¹²⁴⁴ Art. 9 al. 3 LBVM.

¹²⁴⁵ Art. 66 RC.

suisses, les normes IFRS (anciennement IAS) ou US-GAAP^{1246/1247}. Les sociétés cotées sont donc tenues de remettre aux investisseurs des états financiers comprenant notamment un tableau de flux de financement. De plus, elles ne peuvent pas constituer de réserves latentes volontaires et doivent faire état dans l'annexe d'éventuelles sous-évaluations engendrées par les principes comptables.

La directive concernant les informations relatives au *Corporate Governance* améliore aussi l'information des investisseurs. Elle oblige les émetteurs de titres de participation (actions, bons de participation, options et obligations convertibles) à publier dans leur rapport annuel des indications sur la *corporate governance*, en particulier sur la rémunération des dirigeants sociaux¹²⁴⁸.

B. Publicité événementielle

1. *But et application aux opérations de fusions et acquisitions*

Si le droit boursier renforce l'information des actionnaires investisseurs par les obligations de *reporting* financier, le devoir de publicité événementielle est sa principale contribution à ce but. Cette obligation, conforme aux standards internationaux¹²⁴⁹, prévoit que :

*« L'émetteur informe le marché des faits susceptibles d'avoir une influence sur les cours qui sont survenus dans sa sphère d'activité et ne sont pas connus du public. Sont réputés susceptibles d'avoir une influence sur les cours les faits nouveaux qui, en raison de leur effet important sur le patrimoine, la situation financière ou la marche des affaires de l'émetteur, sont de nature à entraîner une modification notable des cours. »*¹²⁵⁰

¹²⁴⁶ Art. 67 et 70 al. 1 RC et le Communiqué No. 20/2000 du 18 décembre 2000 : Reconnaissance de normes comptables étrangères selon l'art. 70 du règlement de cotation de l'Instance d'admission de la Bourse suisse.

¹²⁴⁷ Des règles plus strictes sont applicables aux sociétés cotées au nouveau marché qui doivent présenter des rapports trimestriels et se fonder sur les normes comptables IFRS ou US-GAAP (voir l'art. 20 du règlement complémentaire de cotation de valeurs au SWX New Market).

¹²⁴⁸ Ch. 5 DCG.

¹²⁴⁹ Voir IOSCO (1998), p. 24 ; art. 68 paragraphe 1 de la directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et à l'information à publier sur ces valeurs ; en droit allemand le § 15 WpHG. Le droit américain jusqu'à récemment ne connaissait pas à proprement parler de devoir de publicité événementielle, bien que la rule 10b-5 ait eu pour effet dans une large mesure d'assurer une telle obligation et que le règlement de cotation des différentes bourses contiennent une obligation positive. Toutefois, le Sarbanes-Oxley Act a introduit une section 13(l) au Securities Exchange Act prévoyant pour certains émetteurs une compétence pour la Securities Exchange Commission de prévoir par voie réglementaire une obligation de publicité événementielle.

¹²⁵⁰ Art. 72 al. 1 RC.

Cette norme poursuit un but double : premièrement, elle garantit l'efficacité du marché¹²⁵¹ et l'égalité d'information des investisseurs¹²⁵². Deuxièmement, elle s'oppose aux délits d'initiés, car elle force l'émetteur à communiquer les données confidentielles et rend publiques les informations réservées aux initiés¹²⁵³.

Si le public ignore des opérations de fusions et acquisitions susceptibles d'influencer les cours, les sociétés concernées doivent les dévoiler par la publicité événementielle. En règle générale, compte tenu de l'importance de leur influence sur la structure même de l'organisation de l'entreprise, ces transactions font partie des informations relevant de la sphère de l'émetteur susceptible d'avoir une influence notable sur les cours¹²⁵⁴. Seules les opérations de fusions et acquisitions d'une importance négligeable n'ont pas l'obligation d'être annoncées¹²⁵⁵. Il en va ainsi, par exemple, lorsqu'une grande société achète un petit fournisseur sans importance stratégique ou lorsqu'une grande société renonce à exploiter elle-même son restaurant d'entreprise et transfère cette activité à un spécialiste.

2. Naissance de l'obligation d'annoncer les fusions et acquisitions

a) Position du problème

Il est difficile de définir quand un projet de fusion et d'acquisition doit être dévoilé. La négociation de ces opérations est un processus long et complexe marqué par quatre grandes étapes : d'abord, la lettre d'intention fixe le cadre des discussions, sans avoir d'effet obligatoire relatif au contenu du contrat définitif. Ensuite, un protocole d'accord reflète une entente générale sur les points essentiels, tandis que la conclusion du contrat marque le terme des négociations. Enfin, son exécution conclut la transaction. A chaque étape, les termes de l'accord sont de mieux en mieux définis.

¹²⁵¹ VON FISCHER (2001), p. 45 ; en droit allemand, KÜMPEL (1999), ad § 15 WpHG, no 15. Voir Hsu (2001), p. 16 ss avec une analyse des liens entre la publicité événementielle et la théorie du marché efficace et p. 56 ss.

¹²⁵² VON FISCHER (2001), p. 40–42 qui considère que cette fonction ne serait qu'un moyen pour atteindre le but d'efficacité du marché. Hsu (2001), p. 56 ss, en particulier p. 66–67. Voir les Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau règlement de cotation (Publicité événementielle), novembre 1996, p. 19 considérant que cette obligation constitue une norme visant à protéger le patrimoine des investisseurs. Cet élément de protection des investisseurs n'existe pas en droit allemand, bien que la doctrine lui reconnaisse un effet protecteur. Voir KÜMPEL (1999), ad § 15 WpHG, nos 16–17.

¹²⁵³ VON FISCHER (2001), p. 47–48 ; Hsu (2001), p. 40 ss. En droit allemand, voir KÜMPEL (1999), ad § 15 WpHG, nos 18–20.

¹²⁵⁴ Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau règlement de cotation (Publicité événementielle), novembre 1996, p. 8.

¹²⁵⁵ Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau règlement de cotation (Publicité événementielle), novembre 1996, p. 10.

Par ailleurs, le processus interne de formation de la volonté pour ce genre d'opérations est complexe et comprend plusieurs étapes : elles sont préparées et négociées par la direction et/ou des comités, avant d'être soumise au conseil d'administration puis, le cas échéant, aux actionnaires¹²⁵⁶.

Comme un laps de temps important peut s'écouler entre les premières étapes de l'opération et sa réalisation finale, le moment où la société est tenue de procéder à l'annonce revêt une importance primordiale. Cette question a donné lieu à des controverses tant en droit américain qu'en droit allemand similaires aux préoccupations helvétiques, justifiant un bref détour par le droit comparé.

b) *Test probabilité/magnitude du droit américain*

Aux Etats-Unis, l'interdiction des pratiques manipulatrices et trompeuses dans le domaine boursier impose d'annoncer certains faits dans trois cas de figure : premièrement lorsque la société, ou ses initiés, entendent effectuer des opérations sur ses titres ; deuxièmement, lorsque elle a communiqué une fausse information ; et, enfin, quand des faits dévoilés doivent être mis à jour en raison d'un changement de circonstances¹²⁵⁷. Lors des fusions et acquisitions, ce dernier cas constitue la principale cause de l'obligation d'informer le public.

Les tribunaux américains ont d'abord obligé les émetteurs à dévoiler des négociations préalables dès la conclusion d'un accord de principe sur le prix et la structure de l'opération¹²⁵⁸. Puis, dans l'arrêt *Basic, Inc. v. Levinson*, la Cour suprême a rejeté cette théorie dite de l'accord de principe et a retenu qu'un émetteur pouvait violer l'interdiction des pratiques manipulatrices, si elle taisait l'existence de pourparlers alors que ceux-ci étaient suffisamment avancés pour affecter le cours des actions des sociétés concernées¹²⁵⁹.

Cet arrêt est fondé sur l'idée qu'une information même incertaine peut être matérielle et donc requérir la transparence¹²⁶⁰. Dès lors, c'est cette caractéristique

¹²⁵⁶ Voir *supra* chapitre 2 § 2.

¹²⁵⁷ Le droit boursier américain ne connaît pas à proprement parler de devoir de publicité événementielle. Seules des règles boursières qui donnent lieu uniquement à des sanctions corporatives prévoient un devoir positif d'informer. Depuis peu, le Sarbanes-Oxley Act donne une compétence à la S.E.C. d'adopter une réglementation prévoyant un tel devoir. Voir § 409 du Sarbanes-Oxley Act, H.R. 3763 insérant une section 13(l) au Securities Exchange Act de 1934. La S.E.C. n'a pas encore agi dans ce sens.

¹²⁵⁸ *Staffin v. Greenberg*, 672 F.2d 1196, 1207 (3rd Cir. 1982) (définissant le devoir d'annoncer un regroupement dès la conclusion de l'accord de principe) ; *Greenfield v. Heublein, Inc.*, 742 F.2d 751 (3rd Cir. 1984) (appliquant le test de l'accord de principe pour déterminer la matérialité d'un événement), *cert. denied*, 469 U. S. 1215 (1985). *Reiss v. Pan American World Airways, Inc.*, 711 F.2d 11, 13-14 (2nd Cir. 1983) ; *Flamm v. Eberstadt*, 814 F.2d 1169, 1174-1179 (7th Cir.), *cert. denied*, 484 U.S. 853 (1987).

¹²⁵⁹ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 232-236.

¹²⁶⁰ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 234. Les deux autres motifs invoqués à l'appui de la théorie de l'argument de principe rejeté par la Cour tiennent à l'intérêt de la société de garder l'information secrète, d'une part, et à l'opportunité d'adopter une règle fixant un standard clair d'autre part.

qui détermine seule quand l'émetteur doit dévoiler des négociations¹²⁶¹. Selon l'arrêt *TSC Industries et al. v. Northway, Inc.*, la matérialité d'une information ne dépend pas de son caractère certain, mais de son importance aux yeux d'un investisseur raisonnable.

Autrement, dit, une information est matérielle, si elle est de nature à changer le mélange d'informations disponibles, le « *total mix* » pour reprendre les termes de l'arrêt¹²⁶². Plus concrètement, s'agissant d'événements incertains, la jurisprudence utilise le test de probabilité/magnitude¹²⁶³, selon lequel, les négociations doivent être dévoilées, si, en prenant en compte la probabilité de réalisation de la transaction et l'importance de son influence sur les cours (sa magnitude), elles sont susceptibles d'affecter matériellement les cours¹²⁶⁴.

La probabilité de réalisation de fusions et acquisitions s'apprécie, selon la Cour suprême américaine, au moyen d'indices établissant l'intérêt consacré à la transaction aux échelons les plus élevés de la société, par exemple les décisions prises par le conseil d'administration, les instructions données à des banques d'investissement, l'état d'avancement des négociations entre les organes des entités concernées ou leurs représentants. La magnitude s'apprécie au regard de la taille relative des sociétés parties à l'opération et à la prime potentielle par rapport à la valeur boursière. Toutefois, aucun fait déterminé, sous réserve de l'exécution de la transaction, ne constitue une condition nécessaire ou suffisante pour rendre matérielle l'obligation de dévoiler¹²⁶⁵.

c) Controverse en droit allemand entre la prise de décision ou la simple vraisemblance de décision

La doctrine allemande débat, elle aussi, du moment décisif pour la publicité événementielle lors de processus décisionnels complexes. Elle se demande s'il existe un devoir de dévoiler un projet de décision soumis à la compétence conjointe du directoire et du conseil de surveillance, avant que ce dernier approuve la décision du premier. La controverse oppose les partisans d'une approche formaliste à ceux qui préfèrent une démarche plus fonctionnelle.

Selon les premiers, un projet de décision ne devient un fait qu'après son approbation par le conseil de surveillance¹²⁶⁶. Tant que ce dernier n'a pas statué, il peut être modifié. Si une transaction potentielle devait être dévoilée, le marché risque-

¹²⁶¹ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 238-240.

¹²⁶² *TSC Industries et al. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976), p. 449.

¹²⁶³ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 238-240.

¹²⁶⁴ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 238 (citant l'arrêt *SEC v. Texas Gulf Sulphur CO*, 401 F.2d. 833 (2nd Cir. 1968) en banc, p. 849).

¹²⁶⁵ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 240.

¹²⁶⁶ HOPT (2002), p. 342. HOPT (1995), p. 152 ; HAPP/SEMLER (1998), p. 130 et p. 139 s'agissant de décisions relatives à des fusions et acquisitions.

rait d'être désinformé et l'annonce conduirait à un dysfonctionnement du mécanisme de formation des prix¹²⁶⁷. De surcroît, la publicité autour de la décision du directoire pourrait perturber les délibérations du conseil de surveillance en l'incitant à voter dans le sens indiqué par le marché¹²⁶⁸.

À l'inverse, selon le courant fonctionnel, l'annonce du projet doit se faire avant la décision finale et, au plus tard, lors de la décision du directoire. Cette position est justifiée pour deux motifs : la finalité de prévention des délits d'initiés poursuivie par la publicité événementielle et la forte probabilité que les propositions du directoire seront suivies par le conseil de surveillance¹²⁶⁹.

Une position intermédiaire préconise l'appréciation au cas par cas de la vraisemblance de la réalisation du projet de décision, obligeant la société à informer le marché, lorsque la décision paraît plausible. Ce courant de doctrine n'exige pas un seuil de vraisemblance qui confine à la certitude, mais ce seuil doit tout de même atteindre un degré important¹²⁷⁰.

Selon les tenants de cette position, chaque pas accompli dans le processus de décision constitue un fait¹²⁷¹. L'influence sur les cours et l'effet sur la situation patrimoniale ou financière de l'émetteur doivent donc être appréciés à tout moment. Autrement dit, cette approche, analogue au test de la probabilité/magnitude développé par la jurisprudence américaine, remplace le critère formaliste de la décision finale par une appréciation plus globale de la vraisemblance des effets liés à l'évolution de la procédure décisionnelle¹²⁷².

En synthèse, le droit allemand n'a pas tranché la question quant au moment déterminant la naissance de l'obligation d'annoncer un projet de fusion et acquisition. Il gravite entre un pôle formaliste, selon lequel ce devoir suppose une décision, et un pôle matériel, selon lequel le projet doit être assez mûr pour influencer substantiellement les cours.

¹²⁶⁷ HOPT (2002), p. 343.

¹²⁶⁸ HOPT (2002), p. 343 ; HAPP et SEMLER distinguent les faits cognitifs et les faits volontaires. Les premiers se rapportent à la connaissance de faits comme la survenance de pertes importantes ou d'un dommage conséquent, tandis que les seconds se rattachent exclusivement à des faits relevant de l'expression de la volonté de la société (HAPP / SEMLER (1998), p. 124–125). Selon eux, les faits cognitifs doivent être annoncés dès que les organes sociaux en ont connaissance. En revanche, les faits volontaires ne doivent être annoncés qu'une fois que la volonté sociale est formée à proprement dit (HAPP / SEMLER (1998), p. 129–130). CAHN dans le même sens considère que tant que la décision sociale n'est pas finale, elle n'est pas susceptible de modifier la situation patrimoniale ou financière de l'émetteur et, par conséquent, bien que les marchés anticipent de telle conséquence lors qu'ils ont connaissance de projet, ce dernier en tant que tel n'est pas un fait qui est susceptible d'influencer les cours en raison de son effet sur la situation patrimoniale ou financière de l'émetteur, CAHN (1998), p. 23–24. Voir BURGARD (1998), p. 78 et p. 91–93.

¹²⁶⁹ PANANIS (1997), p. 463–464 ; FÜRHOFF / WOLK (1997), p. 454.

¹²⁷⁰ KÜMPEL (1999), ad § 15 WpHG, no 50a.

¹²⁷¹ KIEM / KOTTHOFF (1995), p. 2000.

¹²⁷² KIEM / KOTTHOFF (1995), p. 2003.

d) *En droit suisse*

En Suisse, selon l'Instance d'admission, seuls des faits peuvent donner lieu à la publicité événementielle¹²⁷³, au contraire des idées, des variantes de planification ou des intentions. En pratique, cette précision ne résout pas le problème, mais le déplace vers la distinction entre un fait et une intention qui, selon l'Instance d'admission, se situe au niveau de l'accord de principe, pour reprendre l'ancienne terminologie américaine : tant que les entretiens préliminaires ne sont pas achevés et que la variante définitive n'a pas été choisie, le projet ne relève pas du fait, faute d'être assez déterminé. Au contraire, si des négociations secrètes aboutissent à une opération concrète ou si la société reçoit une proposition concrète et détaillée concernant une fusion ou une offre publique d'acquisition amicale, un fait se produit et peut être sujet au devoir d'annonce¹²⁷⁴.

S'inspirant de la doctrine allemande, HSU arrive à une conclusion similaire : il considère qu'un projet interne à la société ne relève du fait, qu'après avoir été approuvé par l'organe exécutif compétent. Selon lui, d'une part, l'intérêt de la société à protéger son processus interne contre des influences perturbatrices externes et, d'autre part, celui du marché à éviter les réactions erratiques liées au caractère prématuré de la publicité justifient ce point de vue¹²⁷⁵.

Au contraire, BRUNNER se fonde sur la proximité conceptuelle entre la notion américaine de matérialité et la notion européenne d'influence sur les cours. Selon lui, l'obligation de publicité événementielle lors de processus décisionnels complexes naît dès que l'information est matérielle, au sens du test américain de la probabilité/magnitude¹²⁷⁶.

A notre sens, la controverse autour de la distinction entre fait et intention lors des étapes préalables à la conclusion d'une fusion ou d'une acquisition résulte d'une mauvaise analyse du problème. L'existence d'un projet est un fait objectif, de même que celle de contacts préalables. Ces éléments constituent des indices que l'émetteur envisage une opération et peuvent avoir une influence sur les cours. Comme la Cour suprême américaine l'a retenu dans l'arrêt *Basic v. Levinson*, les fusions et acquisitions figurent parmi les événements les plus importants de la vie d'une société. Elles peuvent influencer les cours à un stade plus précoce que d'autres opérations, malgré le nombre important de transactions interrompues au dé-

¹²⁷³ Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau règlement de cotation (Publicité événementielle), novembre 1996, p. 7.

¹²⁷⁴ Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau règlement de cotation (Publicité événementielle), novembre 1996, p. 17-18.

¹²⁷⁵ HSU (2000), p. 146.

¹²⁷⁶ BRUNNER (1998), p. 61.

but du processus¹²⁷⁷. Leurs étapes préliminaires peuvent donc donner lieu à une obligation d'annonce¹²⁷⁸.

Cette interprétation large de la notion de fait ne conduit pas pour autant à forcer la publicité de toutes les démarches internes à la société. Le test de son influence sur les cours ou, pour reprendre son équivalent en droit américain, la condition de matérialité de l'information constitue en effet le filtre principal : les projets, les contacts préalables ou les négociations, relatifs aux fusions et acquisitions, ne doivent être dévoilés que si leur annonce pourrait influencer notablement les cours. De ce point de vue, le test américain de probabilité/magnitude constitue une source d'inspiration intéressante pour trancher la question¹²⁷⁹. Toutefois, cette formule ne doit pas être appliquée mécaniquement : d'autres facteurs susceptibles de déterminer l'influence d'un fait sur les cours, comme la volatilité du titre ou les conditions générales existant sur le marché, doivent aussi être pris en compte¹²⁸⁰.

En synthèse, un projet de fusion ou d'acquisition peut être qualifié de fait susceptible d'influencer les cours et donne lieu à l'obligation de publicité événementielle dès que, selon l'expérience de la vie, l'annonce du projet affecterait selon toute vraisemblance les cours.

3. Possibilité de retarder l'annonce

La survenance d'un fait susceptible d'influencer les cours ne conduit pas irrémédiablement à une annonce, dès que des sociétés cotées entreprennent des démar-

¹²⁷⁷ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), p. 238, citant *SEC v. GEON Industries*, 531 F.2d 39 (2nd Cir. 1976), p. 4-48.

¹²⁷⁸ Cette analyse vaut en droit suisse, car le règlement de cotation, contrairement au droit allemand, n'exige pas que le fait ait une influence sur les cours à cause de ses effets sur la situation patrimoniale ou financière de l'émetteur (voir le texte § 15(1) WpHG.). En effet, la dernière phrase de l'art. 72 al. 1 RC qui prévoit que « sont réputés susceptibles d'avoir une influence sur les cours les faits nouveaux qui en raison de leur effet important sur le patrimoine ou la situation financière ou la marche des affaires de l'émetteur sont de nature à entraîner une modification notable des cours » se limite à présumer que ce type de faits sont propres à déclencher le devoir d'annonce, sans pour autant proposer une définition limitative.

¹²⁷⁹ BRUNNER (1998), p. 65. Selon les explications de l'Instance d'admission, l'influence d'un fait sur les cours n'est pas déterminée par le règlement de cotation, mais ressort de l'appréciation de l'émetteur, qui peut se fonder, soit sur des règles présumant une influence, en cas de modification permanente ou temporaire de son chiffre d'affaires ou de son bénéfice supérieure à un certain pourcentage, soit sur une appréciation plus globale. Cette façon de voir est, à notre avis, peu souhaitable, voire contraire au but de la loi sur les bourses. En effet, l'obligation de publicité événementielle a pour objectif de contraindre tous les émetteurs à annoncer les faits susceptibles d'influencer le cours. Or, les laisser déterminer la matérialité d'un fait met à néant le but légal qui exige de garantir un standard minimal d'information du marché. Par conséquent, une définition unifiée de la sensibilité du prix à la réalisation de certains faits, applicable à tous les émetteurs nous paraît nécessaire. Cette homogénéité de principe ne signifie pas pour autant que l'appréciation concrète de l'influence potentielle d'un fait sur les cours doit être sanctionnée strictement. L'émetteur conserve donc une certaine liberté d'appréciation dans son évaluation des circonstances d'espèce.

¹²⁸⁰ Voir UKLA, Guidance on the dissemination of price sensitive information, no 4.

ches en vue d'opérations de fusions et acquisitions. Selon le règlement de cotation, un émetteur peut différer la communication d'une telle information au public, lorsque le fait nouveau se fonde sur un de ses plans ou sur une de ses décisions et que sa diffusion est de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes¹²⁸¹. Bien que cette exception doive être interprétée restrictivement¹²⁸², il peut l'invoquer pour garder le secret à propos de négociations concernant des fusions et acquisitions et, donc, pour différer l'annonce des négociations¹²⁸³.

Afin de garantir l'égalité de traitement des investisseurs, le report de l'obligation de publicité est subordonné à la capacité de l'offrant d'assurer la confidentialité du fait¹²⁸⁴. Si la société ne parvient pas à garder le secret, en cas de fuite de quelque origine que ce soit, le conseil d'administration et la direction doivent alors informer le public¹²⁸⁵. A défaut, seuls certains investisseurs ayant directement ou indirectement eu connaissance des fuites bénéficient des informations confidentielles, alors que la publicité événementielle cherche à maintenir l'égalité des chances des actionnaires et à prévenir les délits d'initiés¹²⁸⁶.

En l'absence de fuite, des rumeurs n'entraînent pas l'obligation d'annoncer le fait confidentiel¹²⁸⁷, bien que la distinction entre ces deux cas de figure puisse être difficile à effectuer en pratique. En cas de doute, surtout si l'information colportée est proche de la réalité, le principe d'égalité de traitement des investisseurs requiert de présumer l'existence d'une fuite. La société doit alors dévoiler l'opération¹²⁸⁸.

¹²⁸¹ Art. 72 al. 2 RC. Contrairement au droit allemand (§ 15(1) 2^{ème} phrase WpHG), le droit suisse confère la responsabilité de la gestion de l'information à l'émetteur et n'exige pas de ce dernier d'obtenir l'aval d'une autorité de surveillance.

¹²⁸² Circulaire no 2/98 de l'Instance d'admission : Publicité événementielle (art. 72 RC) et les suspensions de négoce du 2 novembre 1998.

¹²⁸³ Expressément dans ce sens, Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau règlement de cotation (Publicité événementielle), novembre 1996, p. 13.

¹²⁸⁴ Art. 72 al. 2 *in fine* RC. Le chiffre 9.4 des Listing Rules anglaises prévoit une solution identique.

¹²⁸⁵ Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau règlement de cotation (Publicité événementielle), novembre 1996, p. 14. Voir la procédure intentée contre la Banque Cantonale Vaudoise par la SWX Swiss Exchange pour ne pas avoir réagi après des fuites. Communiqué de presse SWX Swiss Exchange du 13.1.2003. Voir expressément dans ce sens le chiffre 9.4 des Listing Rules.

¹²⁸⁶ VON FISCHER (1999), p. 101.

¹²⁸⁷ Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau règlement de cotation (Publicité événementielle), novembre 1996, p. 14.

¹²⁸⁸ Voir VON FISCHER (1999), p. 102 qui considère que la direction doit enquêter en son sein avant de considérer que les rumeurs ne sont pas des fuites. Comp. le droit anglais qui définit l'existence d'une raison de croire à une violation actuelle ou imminente de l'obligation de confidentialité comme l'un des états de fait constitutifs de l'obligation de publicité événementielle (chiffre 9.4 des Listing Rules).

4. Communication au public

L'annonce d'un fait susceptible d'influencer les cours doit être faite par un communiqué de presse adressé, au minimum, à la SWX Swiss Exchange et aux opérateurs de systèmes d'informations électroniques largement répandus, Telekurs, Reuters ou Bloomberg. Au-delà, chaque société est libre de définir sa propre politique dans les limites de l'égalité de traitement des investisseurs¹²⁸⁹.

Certaines règles concrètes se déduisent de ce principe général¹²⁹⁰ : premièrement, la société ne peut pas communiquer l'information de manière sélective à un petit cercle de personnes privilégiées comme les analystes financiers ou la presse¹²⁹¹. De même, la remise d'informations sous embargo, c'est-à-dire avec l'injonction de ne pas les retransmettre avant une heure donnée, ne satisfait pas les exigences d'égalité de traitement, car elle ne permet pas de prévenir les abus¹²⁹².

Deuxièmement, la société doit immédiatement dévoiler des faits susceptibles d'influencer les cours. Toutefois, afin de concilier l'égalité de traitement avec le bon déroulement du marché, elle doit essayer dans la mesure du possible de procéder à l'annonce en dehors des heures de négoce et des 90 minutes qui les précèdent¹²⁹³. Lorsque l'émetteur ne parvient pas à divulguer les faits confidentiels avant le début de cette période critique, il doit essayer au moins de publier un bref résumé.

Si, malgré ces mesures, le déroulement équitable et ordonné du négoce ne peut être garanti à cause de la nature extraordinaire des événements, l'émetteur est tenu de demander une suspension à l'Instance d'admission, aussi rapidement que possible mais en tout cas 90 minutes avant l'interruption du négoce. D'ailleurs, la SWX Swiss Exchange peut prendre cette mesure d'office, si elle lui paraît indiquée¹²⁹⁴.

¹²⁸⁹ Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau règlement de cotation (Publicité événementielle), novembre 1996, p. 11.

¹²⁹⁰ Voir la Circulaire no 2/98 de l'Instance d'admission : Publicité événementielle (art. 72 RC) et les suspensions de négoce du 2 novembre 1998.

¹²⁹¹ Circulaire no 2/98 de l'Instance d'admission : Publicité événementielle (art. 72 RC) et les suspensions de négoce du 2 novembre 1998. Voir la sanction de la SWX Exchange à l'encontre de *Think Tools* du 20.6.2002 (annonce restreinte à des journalistes et des analystes financiers). Sanction à l'encontre de *Charles Vögele Holding AG* du 17 décembre 2001 ; Sanction à l'encontre de *Gretag Imaging Holding AG* du 3 novembre 2001. Comp. aux Etats-Unis, la Regulation FD-Fair Disclosure, 17 C.F.R. § 243.100-103.

¹²⁹² Circulaire no 2/98 de l'Instance d'admission : Publicité événementielle (art. 72 RC) et les suspensions de négoce du 2 novembre 1998. Voir la sanction de la SWX Swiss Exchange à l'encontre de *Logitech International S.A.* du 11 octobre 2002.

¹²⁹³ Circulaire no 2/98 de l'Instance d'admission : Publicité événementielle (art. 72 RC) et les suspensions de négoce du 2 novembre 1998.

¹²⁹⁴ Circulaire no 2/98 de l'Instance d'admission : Publicité événementielle (art. 72 RC) et les suspensions de négoce du 2 novembre 1998.

III. Information préalable aux décisions à l'assemblée générale

A. Information générale

1. Absence d'exigence légale expresse d'information préalable

Aux Etats-Unis, le Securities Exchange Act régleme en détail la forme et le contenu des communications par lesquelles le conseil d'administration d'une société peut offrir aux actionnaires de les représenter lors de l'assemblée générale^{1295/1296}. Les organes doivent ainsi dévoiler une quantité importante d'informations. En revanche, il n'existe pas en droit suisse de disposition comparable.

Le code des obligations attribue au conseil d'administration la compétence intransmissible et inaliénable de préparer l'assemblée générale¹²⁹⁷. Toutefois, ce dernier n'a pas de véritable obligation légale d'informer l'assemblée générale : il a principalement des devoirs relatifs à la convocation de cet organe.

Au demeurant, ces règles sont assez sommaires. A la forme, il doit convoquer les actionnaires vingt jours à l'avance par le mode prévu par les statuts¹²⁹⁸. Au fond, sous réserve de l'obligation de mettre à disposition le rapport annuel avant l'assemblée générale ordinaire¹²⁹⁹, il doit seulement publier l'ordre du jour, ses propositions et d'éventuelles propositions d'actionnaires ayant requis l'inscription d'un point à l'ordre du jour ou la convocation de l'assemblée générale¹³⁰⁰.

Certes, lors d'acquisitions contre des actions nouvellement émises, les règles sur l'augmentation de capital prescrivent des obligations supplémentaires : le conseil d'administration doit rédiger un rapport d'augmentation sur l'évaluation d'apports en nature, qui doit ensuite être révisé, puis déposé au registre du commerce. Toutefois, il n'éclaire pas la décision de l'assemblée générale, il dévoile *a posteriori* les informations relatives à la libération du capital et protège plutôt les créanciers sociaux.

2. Devoir d'information préalable à la prise de décision

a) Position du problème

Le droit actuel ne prévoit guère de règle expresse sur l'information à fournir aux actionnaires en vue de l'approbation de fusions et acquisitions. La doctrine n'est

¹²⁹⁵ Section 14 (a) du Securities Exchange Act de 1934 et les règles adoptées par la SEC dans ce domaine. Pour un aperçu, voir DOOLEY (1995), p. 397-473 ; CLARK (1986), p. 366-390.

¹²⁹⁶ Voir, en droit allemand, §§ 125 ss AktG.

¹²⁹⁷ Art. 716a al. 1 ch. 6 CO.

¹²⁹⁸ Art. 700 al. 1 CO.

¹²⁹⁹ Art. 696 CO.

¹³⁰⁰ Art. 700 al. 2 CO.

pas plus volubile à ce sujet. Tout au plus, considérerait-elle avant l'adoption de la loi sur la fusion que le conseil d'administration devait mettre à leur disposition le contrat de fusion et le bilan de fusion, mais, au-delà, il n'avait aucune obligation de dévoiler des informations sur les évaluations des rapports d'échange et sur l'opportunité de l'opération¹³⁰¹.

Certes, d'aucuns relèvent, qu'en pratique, ne serait-ce que pour convaincre les actionnaires de voter dans le sens de ses propositions, le conseil d'administration a intérêt à leur divulguer les renseignements essentiels sur le contrat de fusion¹³⁰². Selon RECORDON toutefois, le contenu de ces informations remises sur une base volontaire dépend du seul conseil d'administration des sociétés concernées et non d'un quelconque devoir de ses membres¹³⁰³.

Cette façon de voir est dépassée. Le silence de la loi n'implique pas l'absence d'une obligation d'information du conseil d'administration avant une assemblée générale. Comme nous le verrons plus tard, les devoirs généraux comblent cette lacune¹³⁰⁴. Plus encore, le Code suisse de bonne pratique régit directement la question : il recommande à toute société ouverte au public de veiller à ce que « l'assemblée générale soit un lieu de communication afin qu'elle puisse assumer en connaissance de cause les fonctions qui lui reviennent en tant qu'organe suprême »¹³⁰⁵.

Cette recommandation générale est mise en œuvre par deux règles plus précises adressées au conseil d'administration : premièrement, ce dernier doit informer les actionnaires afin de leur permettre d'exercer leurs droits en connaissance de cause. Deuxièmement, sur un plan plus formel, le Code suisse de bonne pratique recommande de joindre des « *explications concises* » sur les points à l'ordre du jour et sur les propositions du conseil d'administration¹³⁰⁶.

b) En droit comparé

Cette bonne pratique s'inscrit dans la lignée de certains principes existant en droit comparé. Aux Etats-Unis, en plus des obligations de droit boursier brièvement évoquées ci-dessus, la Cour suprême du Delaware a reconnu, dans l'affaire *Stroud v. Grace*¹³⁰⁷, l'existence d'un *duty of candor* déduit des *fiduciary duties* des organes de sociétés. Dans sa composante positive, ce devoir prescrit aux administrateurs de fournir aux actionnaires toutes les informations essentielles à leur disposition lors-

¹³⁰¹ KUNZ (2001), § 13, no 67 ; STEHLI (1975), p. 144–150 ; RECORDON (1974), p. 174. Cette exigence est désormais expressément prévue par l'art. 16 al. 1 lit. a–d LFUS.

¹³⁰² BÖCKLI (1996), no 295s ; RECORDON (1974), p. 175.

¹³⁰³ RECORDON (1974), p. 175.

¹³⁰⁴ Voir *infra* p. 256 ss.

¹³⁰⁵ Ch. 3 Code suisse de bonne pratique.

¹³⁰⁶ Ch. 3(1) et (2) Code suisse de bonne pratique.

¹³⁰⁷ *Stroud v. Grace*, 606 A.2d 75 (Del. 1992). Voir notamment *Corporate Director's Guidebook*, p. 1586 ; HAMERMESCH (1996), *passim*.

qu'ils leur soumettent une décision¹³⁰⁸. Dans sa composante négative, il prohibe la communication de toute information trompeuse ou inexacte¹³⁰⁹.

Le droit français prévoit expressément que le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, doit adresser ou mettre à disposition des actionnaires les documents nécessaires, afin de leur permettre de se prononcer en connaissance de cause et de porter un jugement informé sur la gestion et la marche des affaires de la société¹³¹⁰. Ce devoir général est toutefois totalement absorbé par les différentes obligations spécifiques prévues par la loi ou par des décrets et n'a donc plus de portée propre¹³¹¹.

Le droit anglais ne va pas jusqu'à postuler un devoir positif d'informer, sous réserve d'informations de nature formelle sur l'ordre du jour et la proposition de décision, mais autorise le conseil d'administration à utiliser les ressources de la société « *bona fide and reasonably for the purpose of obtaining the best expression of the voice of the corporators in the general meeting* »¹³¹². Simultanément, il interdit les déclarations inexactes ou trompeuses des administrateurs¹³¹³.

c) *En droit positif suisse*

La règle de bonne pratique consacre le droit des actionnaires de décider en connaissance de cause. Toutefois, ce postulat ne lui est pas propre, mais est fondé sur des principes ancrés dans l'ordre juridique suisse. Les devoirs d'égalité de traitement des actionnaires et de fidélité du conseil d'administration contraignent en effet ce dernier à remettre une information neutre et objective¹³¹⁴. En d'autres termes, il doit faciliter la formation de la volonté de l'organe décisionnel ; il ne doit pas prendre la décision à la place de cet organe, mais doit lui permettre de se déterminer.

De plus, l'information communiquée aux actionnaires doit être exacte et ne pas induire en erreur. D'ailleurs, la décision est annulable, si l'assemblée générale a été trompée ou a pris sa décision suite à un vice de la volonté¹³¹⁵. Or, il y a dol, lorsque

¹³⁰⁸ *Stroud v. Grace*, 606 A.2d 75 (Del. 1992) ; *Corporate Director's Guidebook*, p. 1586 ; HAMERMESCH (1996), *passim*.

¹³⁰⁹ *Corporate Director's Guidebook*, p. 1586.

¹³¹⁰ Art. L 225–108 al. 1 C.com.

¹³¹¹ Art. L 225–108 al. 2 C.com. Voir LE CANNU (2002), no 862.

¹³¹² *Peel v London and NW Railway* [1907], 1 Ch 5, CA 15 per Buckley LJ ; FERRAN (1999), p. 263–264 ; FARRAR (1998), p. 314–316.

¹³¹³ DAVIES (1997), p. 577.

¹³¹⁴ WATTER/RAMPINI (2001), p. 15–16 ; BÖCKLI (1997), p. 52–53 ; POLEDNA (2001), p. 929.

¹³¹⁵ Arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1976, *Schnydrig Hoch- und Tiefbau AG c. Chef du département de justice et police du canton du Valais*, ATF 102 Ib 21, JT 1977 I 251, consid. 4, p. 255 ; arrêt du Tribunal fédéral du 17 janvier 1939, *Volksbank Reiden A.-G. in Liq. c. Kunz et consorts*, ATF 65 II 2, consid. 4c, p. 15–16 ; arrêt du Tribunal fédéral du 2 février 1925, *Valenti et Corti et al. c. Baugenossenschaft Klushalde*, ATF 51 II 65, consid. 3, p. 69–70.

DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 706 CO, no 7 s'agissant de l'invocation de l'erreur pour éviter l'extinction de l'action ; DRUEY (1997a), p. 138 ; BÖCKLI (1996), no 1316e ; HOMBURGER/MOSER (1989), p. 146 ; VON GREYERZ (1982), p. 189 ; VON STEIGER (1970), p. 214 ; BÜRGI (1957), ad art. 692 CO, nos 6–7.

le conseil d'administration donne de faux renseignements ou tait des éléments de fait qu'il aurait dû dévoiler selon les règles de la bonne foi¹³¹⁶.

Selon l'arrêt *UBS c. BK Vision*¹³¹⁷, ce dernier doit se comporter de bonne foi à l'égard de l'assemblée générale. Cette obligation s'étend au-delà des exigences légales et a une portée comparable au devoir d'information précontractuel résultant de la bonne foi. Lorsque le conseil lui propose d'adopter une base statutaire l'autorisant à supprimer le droit préférentiel de souscription, il est tenu l'informer de ses intentions concrètes, à moins que des intérêts légitimes de la société ou de tiers s'y opposent¹³¹⁸. Il doit donc informer les actionnaires quant aux propositions faites à l'assemblée générale.

Cette obligation trouve un second fondement plus substantiel dans les devoirs de diligence et de fidélité du conseil lors de la préparation de l'assemblée générale. Les actes du conseil d'administration ne s'inscrivent pas dans un contexte de rapport entre des parties en négociation, mais dans le cadre du mandat qu'il assume en faveur de la société.

Cette analogie fonde ainsi une obligation d'informer et de conseiller analogue à celle du mandataire spécialisé¹³¹⁹ : il doit tenir son mandant au courant du développement du contrat, lui signaler toute circonstance susceptible d'influencer les instructions¹³²⁰, l'informer des risques liés à l'exécution du mandat¹³²¹ et, enfin, le conseiller sur les mesures à prendre dans son intérêt¹³²². Afin de respecter ce devoir, il doit tenter de le dissuader, lorsqu'il veut donner ou maintenir des instructions qui pourraient lui être préjudiciables¹³²³. Il en va, ainsi, de même pour le conseil d'administration, lorsqu'il soumet à l'assemblée générale ses projets¹³²⁴, ses membres devant permettre à la société de prendre la décision opportune.

A la forme, cette communication doit parvenir aux actionnaires au plus tard lors de l'assemblée générale. Lors de décisions complexes, elle doit même leur être remise à l'avance, afin de leur donner le temps de traiter l'information. Par ailleurs,

¹³¹⁶ HOMBURGER/MOSER (1989), p. 129.

¹³¹⁷ Arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision AG*, ATF 121 III 219, JT 1996 I 162, consid. 2, p. 178.

¹³¹⁸ Arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision AG*, ATF 121 III 219, JT 1996 I 162, consid. 2, p. 178.

¹³¹⁹ Voir, sur l'obligation d'information du mandataire FELLMANN (1992), ad art. 398 CO, nos 144 ss ; TERCIER (1995), nos 4690-4691 ; en matière de mandat de gestion de fortune, BRETTON-CHEVALIER (2002), p. 95.

¹³²⁰ TERCIER (1995), no 4690 ; FELLMANN (1992), ad art. 398 CO, no 170-172.

¹³²¹ TERCIER (1995), no 4690 ; FELLMANN (1992), ad art. 398 CO, no 160.

¹³²² TERCIER (1995), no 4690 ; FELLMANN (1992), ad art. 398 CO, no 172-173.

¹³²³ TERCIER (1995), nos 4679 et 4691 ; FELLMANN (1992), ad art. 397 CO, no 117 et ad art. 398 CO, no 162 ; en matière de mandat de gestion de fortune, BRETTON-CHEVALIER (2002), p. 95.

¹³²⁴ En revanche, l'analogie ne tient plus pour les décisions de gestion, car contrairement aux mandataires du droit des contrats (art. 397 al. 1 CO), les administrateurs sont tenus d'agir en toute indépendance et de refuser toutes instructions, quel qu'en soit l'auteur, dans leur domaine de compétences intransmissibles et inaliénables.

le conseil d'administration n'est pas tenu de la communiquer sous une forme déterminée, mais doit respecter l'égalité de traitement, s'assurant que tous y ont accès.

Au fond, il doit leur donner les moyens de décider en connaissance de cause. Il est aussi tenu de corriger d'éventuelles informations incomplètes ou erronées qu'il ou des tiers leur auraient communiquées avant ou lors de l'assemblée générale. En outre, il est tenu d'attirer leur attention et de les corriger s'il constate que certains actionnaires commettent une erreur sur un objet essentiel de la décision, c'est-à-dire s'il voit que leur représentation des faits ne correspond pas à la réalité¹³²⁵.

d) Lors d'acquisitions

Ces règles générales se concrétisent lors d'acquisitions soumises à la compétence de l'assemblée générale. Le conseil d'administration doit alors communiquer aux actionnaires les termes essentiels des accords soumis à leur approbation, justifier le principe de l'opération et les valorisations employées pour déterminer le prix d'acquisition ou le rapport d'échange, et, enfin, les informer des conséquences prévisibles de l'opération sur la situation commerciale et financière de la société, sur la valeur de ses actions ainsi que, le cas échéant, sur la composition de son actionnariat.

Par ailleurs, si un ou plusieurs membres du conseil d'administration se trouvent dans une situation de conflit d'intérêts, notamment parce qu'ils bénéficient d'avantages particuliers liés à la transaction, ils peuvent dissiper tout soupçon de violation de leur devoir de fidélité, grâce à une information appropriée et établir ainsi qu'ils l'ont géré de façon adéquate.

B. Information en cas de fusion ou de scission

La loi sur la fusion renforce les obligations d'information et rétablit la sécurité du droit en matière de fusions et scissions, obligeant le conseil d'administration à préparer un rapport écrit¹³²⁶ qui doit être vérifié par un réviseur particulièrement qualifié. Ces documents sont rédigés à l'attention des actionnaires qui disposent à cet

¹³²⁵ Voir, en matière de mandat, TERCIER (1995), nos 4679 sur les instructions déraisonnables et sur l'obligation générale de conseiller, nos 4690–4691.

Ces devoirs résultent également, mais avec moins de portée de la bonne foi et des obligations précontractuelles. Voir SCHWENZER (2000), no 47.09 ; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 958a ; MERZ (1992), no 124 ; KRAMER (1991), ad art. 22 CO, no 21. Voir notamment l'arrêt du Tribunal fédéral du 5 juin 1996, I. AG c. X, Praxis 85 (1996), no 239, consid. 2d, p. 938 ; arrêt du Tribunal fédéral du 26 juin 1976, Vanoli c. Thomas Domenig et consorts, ATF 102 II 81, JT 1977 I 210, consid. 2, p. 213, qui précise toutefois que « celui qui ne cherche pas à découvrir lors de pourparlers contractuels les erreurs commises par sa partie adverse et dont celle-ci aurait pu elle-même se rendre compte en y apportant l'attention requise n'agit pas contrairement aux règles de la bonne foi » ; arrêt du Tribunal fédéral du 19 septembre 1975, Société anonyme S c. Commission fédérale des banques, ATF 101 Ib 442, consid. 4b, p. 432.

¹³²⁶ Art. 14 al. 1 LFus, en matière de fusions, et art. 39 al. 1 LFus, en matière de scissions.

égard d'un droit de consultation¹³²⁷ et qui peuvent aussi, dans les petites et moyennes entreprises, y renoncer à l'unanimité. Ensemble, ces règles garantissent la communication de toutes les informations nécessaires pour décider en connaissance de cause.

Le rapport de fusion, ou de scission, doit contenir des informations sur le but et les conséquences juridiques et économiques de telles opérations¹³²⁸. Il doit en présenter les termes essentiels et expliquer, d'un point de vue juridique et économique, la nature et le montant de la contre-prestation remise aux actionnaires de la société reprise, respectivement transférante, les éventuelles particularités lors de l'évaluation des parts sociales, eu égard à la détermination du rapport d'échange, ainsi que, le cas échéant, le montant de l'augmentation de capital de la société reprenante.

Le rapport n'informe pas seulement les actionnaires, mais communique aussi des informations utiles aux travailleurs et aux créanciers. Il est tenu expliquer, d'un point de vue juridique et économique, les répercussions de la transaction sur les travailleurs avec des indications sur le contenu d'un éventuel plan social. Il doit aussi décrire ses conséquences pour les créanciers. Si nécessaire, le rapport est censé contenir des indications sur les autorisations administratives délivrées ou en passe de l'être.

Le contrat, le rapport et le bilan de fusion sur lequel les deux premiers documents se basent doivent être vérifiés par un réviseur particulièrement qualifié¹³²⁹ qui, comme l'organe de révision légal, doit être indépendant. Toutefois, il n'est pas choisi par les actionnaires ou une autorité judiciaire ou administrative, mais par le conseil d'administration¹³³⁰. Par conséquent, son indépendance de fait soulève quelques doutes.

Cette vérification, et le rapport qui en résulte, s'intéressent essentiellement à l'équilibre financier de la transaction et, en particulier, à l'adéquation du rapport d'échange. Le rapport de vérification n'est toutefois pas un second avis : il se limite à exposer si le rapport d'échange est soutenable et non de juger s'il est adéquat. Il porte non seulement sur le résultat, mais aussi sur le processus. Il expose quelles méthodes d'évaluation ont été utilisées et si le recours à ces méthodes est justifié¹³³¹.

Lors de fusions, le conseil d'administration doit mettre à disposition des actionnaires le contrat, le rapport de fusion, le rapport de vérification, les comptes

¹³²⁷ Art. 16 LFus, en matière de fusions, et art. 41 LFus, en matière de scissions.

¹³²⁸ Art. 14 al. 3 lit. a-k LFus, en matière de fusions, et art. 39 al. 3 a-h LFus, en matière de scissions.

¹³²⁹ Art. 14 al. 1 LFus ; art. 39 al. 1 LFus.

¹³³⁰ Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 4067, no 2.1.2.4, ad art. 15 P-LFus. Comp. le droit européen qui requiert que le ou les experts indépendants chargés de vérifier le rapport de fusion soient désignés par une autorité judiciaire ou administrative. Art. 10(1) troisième directive 78/855/CEE du conseil du 9 octobre 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les fusions de sociétés anonymes, J.O.C.E. L. 295 du 20 novembre 1978, p. 36 et art. 8(1) sixième directive 82/891/CEE du conseil du 17 décembre 1982 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 point g) du traité et concernant les scissions de sociétés anonymes, J.O.C.E. L 378 du 31 décembre 1982, p. 47.

¹³³¹ Art. 15 al. 4 lit. a-e LFus.

annuels et les rapports de gestion des trois derniers exercices ainsi que, le cas échéant, le bilan intermédiaire utilisé pour l'opération. Ces documents doivent être accessibles au siège de la société au moins trente jours avant la prise de décision¹³³². Un droit de consultation similaire est prévu en matière de scissions, la période de consultation étant cependant portée à deux mois¹³³³.

En synthèse, le conseil d'administration doit mettre à disposition des actionnaires lors de fusions et de scissions un arsenal d'informations concernant la nature et les conditions de l'opération. Le catalogue légal des exigences de fond et de forme requises dans ce domaine contraste avec le caractère flou des obligations d'information générale qui sont fondées sur les devoirs de diligence et fidélité.

IV. Information lors d'offre publique d'acquisition

A. Information des investisseurs par le prospectus d'offre

Afin de permettre aux destinataires de l'offre de prendre une décision en connaissance de cause¹³³⁴, la loi sur les bourses oblige l'offrant à présenter son offre par le biais d'un prospectus. Ce document doit contenir des informations complètes et exactes¹³³⁵. De plus, le prospectus d'offre ou, au moins, un résumé doit être publié dans deux journaux en allemand et en français de manière à atteindre une diffusion nationale¹³³⁶ et aussi communiqué à l'un des principaux médias électroniques retransmettant des informations boursières¹³³⁷. Cette publication garantit l'effectivité de la communication du prospectus au public.

Au fond, il doit contenir des informations sur l'identité de l'offrant et les personnes qui agissent de concert avec lui¹³³⁸, sur l'objet et le prix de l'offre¹³³⁹, ainsi

¹³³² Art. 16 al. 1 lit. a–d LFus.

¹³³³ Selon le Message du Conseil fédéral, cette prolongation s'explique par les règles de protection des créanciers spécifiques à la scission. En effet, lors de ces opérations, ces derniers ont un délai de deux mois pour demander des sûretés. Or, l'assemblée générale ne peut pas statuer avant qu'ils aient eu l'opportunité d'exercer ce droit. Dès lors, dans l'esprit du législateur, la période de consultation doit être alignée avec la celle pendant laquelle ils peuvent demander des sûretés. Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 4092, no 2.1.3.4, ad art. 41 P–LFus.

¹³³⁴ Art. 17 OOPA.

¹³³⁵ Art. 24 al. 1 LBVM.

¹³³⁶ Art. 18 al. 1 OOPA.

¹³³⁷ Art. 18 al. 2 OOPA.

¹³³⁸ Art. 19 al. 1 lit. a–g OOPA soit des informations sur la raison sociale, le siège, le capital et les activités principales de l'offrant, l'identité de ses actionnaires ou groupes d'actionnaires possédant plus de 5% des voix et des indications sur les actionnaires qui le contrôle, sa participation en voix et en capital dans la société visée, le nombre de titres de participation qu'il a achetés et vendus pendant les douze derniers mois en précisant le prix le plus élevé.

¹³³⁹ Art. 21 OOPA. Lorsque l'offre porte sur plusieurs catégories de titres, le prospectus doit contenir des indications sur la détermination du rapport entre les prix ou le taux d'échange entre elles. Art. 22 OOPA.

que sur la nature et la disponibilité du financement¹³⁴⁰. En cas d'offre publique d'échange, il est censé aussi recueillir des informations relatives aux titres utilisés comme contre-prestation¹³⁴¹.

L'offrant doit également décrire ses intentions générales quant à l'avenir de la société visée. Il doit dévoiler ses objectifs commerciaux après avoir pris le contrôle¹³⁴² et présenter ses grands projets relatifs à l'utilisation du patrimoine social : s'il entend continuer l'exploitation ou, au contraire, si l'offre n'est qu'une étape vers un projet de restructuration de la société. De même, il est tenu d'annoncer s'il veut conserver le conseil d'administration et la direction en place ou si, au contraire, il préfère leur substituer une nouvelle équipe¹³⁴³.

De plus, l'offrant est obligé de dévoiler les éventuels accords conclus avec la société visée, ses organes ou ses actionnaires¹³⁴⁴. Il doit décrire l'éventuel contrat cadre sur l'offre publique d'acquisition, ainsi que d'éventuels avantages particuliers concédés aux organes de la société visée ou des accords sur l'exercice des droits de vote¹³⁴⁵. Mieux informés des tenants et aboutissants de l'offre, les actionnaires peuvent estimer l'opportunité d'accepter l'offre¹³⁴⁶ et prendre en compte d'éventuels intérêts particuliers de certaines parties prenantes¹³⁴⁷.

Enfin, le prospectus doit attester que la société visée n'a pas, directement ou indirectement, communiqué à l'offrant des informations non publiques la concernant et susceptibles d'influencer de manière déterminante l'offre. Comme corollaire, l'offrant est obligé, soit de dévoiler dans le prospectus toute information confidentielle dont il aurait eu connaissance par la société visée, notamment dans le cadre d'une *due diligence*, soit de s'abstenir de présenter son offre tant que cette information n'est rendue pas publique¹³⁴⁸. A ce titre, cette règle impose une obligation de *disclose or abstain*, analogue à l'interdiction du délit d'initié.

¹³⁴⁰ Art. 20 al. 1 et 2 OOPA.

¹³⁴¹ Ces renseignements comprennent notamment une description des droits sociaux et financiers liés aux titres et leur transférabilité (art. 24 al. 1 OOPA) ; une indication sur le lieu où les rapports annuels des trois dernières années de l'offrant ou de la société dont les titres sont offerts en échange et, le cas échéant, leur dernier rapport intermédiaire peuvent être retirés (art. 24 al. 2 OOPA) ; une indication relative à toute modification importante, intervenue depuis la date du dernier rapport intermédiaire, de leur patrimoine, de leur situation financière, de leurs résultats et de leur perspectives (art. 24 al. 3 OOPA) ; des données relatives à l'évolution du cours (art. 24 al. 4 OOPA) ; et, si les titres ne sont pas cotés au marché principal ou une institution étrangère soumises à des exigences comparables en termes d'information (art. 24 al. 6 OOPA), ils doivent aussi comprendre une évaluation des titres par un organe de contrôle (art. 24 al. 5 OOPA).

¹³⁴² Art. 23 al. 1 lit. a OOPA.

¹³⁴³ BERNET (1998), p. 152.

¹³⁴⁴ Art. 23 al. 1 lit. b OOPA.

¹³⁴⁵ BERNET (1998), p. 152.

¹³⁴⁶ BERNET (1998), p. 153.

¹³⁴⁷ BERNET (1998), p. 152.

¹³⁴⁸ BERNET (1998), p. 153 ; TSCHANI/OERTLE (1999), ad art. 24 LBVM, no 6.

B. Rapport du conseil d'administration

1. Introduction

Lors d'offres publiques d'acquisition, les actionnaires, destinataires de l'offre, sont dans une situation délicate. Ils ne s'occupent pas de la gestion de la société, ils souffrent d'un déficit d'informations utile pour estimer son opportunité, déficit aggravé par les problèmes liés à l'action collective. Chacun décide en effet individuellement, en fonction de ses intérêts particuliers, les coûts qu'il engage pour s'informer. Chacun détenant une participation peu importante, ils hésitent à dépenser, alors que s'ils pouvaient se concerter et agir d'une seule voix, ils seraient disposés à se renseigner davantage. Autrement dit, la dispersion de l'actionnariat conduit à une sous-information.

Afin de remédier à ce problème, la loi sur les bourses charge le conseil d'administration de présenter aux actionnaires un rapport sur l'offre¹³⁴⁹ qui poursuit deux buts : premièrement, il les informe afin qu'ils puissent se décider en connaissance de cause et, deuxièmement, il leur recommande la décision optimale à son avis.

Dans les paragraphes suivants, nous examinerons plus en détail ces deux facettes de ce rapport. Toutefois, avant d'aller plus loin, nous analyserons la nature de la compétence attribuée au conseil d'administration pour préparer le rapport.

2. Compétence de préparer le rapport et assistance externe

La rédaction de ce rapport constitue un attribut essentiel du conseil d'administration, qui ne peut pas déléguer cette tâche à ses membres ou à la direction¹³⁵⁰. Tout au plus, peut-il confier sa préparation à un administrateur ou à un comité¹³⁵¹, faculté que la pratique emploie souvent : une cellule de crise est fréquemment chargée d'accomplir cette mission avec l'appui de conseils externes, avocats, banques d'investissement ou sociétés de révision¹³⁵².

Cette technique peut s'imposer, lorsque certains membres du conseil d'administration se trouvent dans une situation de conflit d'intérêts¹³⁵³ ou lorsqu'ils ne disposent pas personnellement des compétences et de l'expérience nécessaires pour préparer ce rapport de façon diligente¹³⁵⁴.

¹³⁴⁹ Art. 29 al. 2 LBVM.

¹³⁵⁰ La prise de position face à une offre publique d'acquisition fait partie de la haute direction de la société et à ce titre constitue une compétence inaliénable et intransmissible du conseil d'administration au sens de l'art. 716a al. 1 ch. 1 CO. WERLEN (2002), p. 196 ; TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 2 ; ZOBL (1997), p. 63 ; COPA : Projet d'ordonnance sur les OPA (22.02.96) : Commentaires, no 47.

¹³⁵¹ ZOBL (1997), p. 63.

¹³⁵² HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 979 ; BÖCKLI (1996), no 1664.

¹³⁵³ VON DER CRONE (2000a), p. 170. Voir la Note 1 à la Rule 3.1 du City Code on Takeovers and Mergers.

¹³⁵⁴ Arrêt du Tribunal fédéral du 24 janvier 1967, *Kreft AG en liquidation concordataire c. Hommel & Cie*, ATF 93 II 22, JT 1968 I 148, consid. 3c, p. 152 ; FORSTMOSER (1987), nos 302–306 et 830–831.

Par ailleurs, selon la Commission des OPA, le conseil ne peut se fonder que sur une *fairness opinion* émanant d'une personne habilitée à fonctionner comme organe de contrôle lors d'une offre publique d'acquisition, c'est-à-dire d'un négociant ou un réviseur autorisé à contrôler un négociant¹³⁵⁵. Cette pratique est pourtant contraire au droit boursier qui ne prescrit pas des mesures particulières contre les conflits d'intérêts, mais prévoit seulement d'informer le public du dispositif adopté pour éviter les conséquences néfastes du conflit d'intérêts¹³⁵⁶.

Le conseil d'administration ne peut pas confier toute la préparation du rapport à des tiers : il doit l'approuver et en assumer la responsabilité pleine et entière. Les *fairness opinions* ne le déchargent pas de l'obligation de motiver sa position¹³⁵⁷. Chacun de ses membres doit non seulement avoir reçu les avis de spécialistes, mais encore les comprendre et les analyser¹³⁵⁸. S'il ne dispose pas du temps nécessaire, il doit obtenir une dérogation¹³⁵⁹ à la publication dans les quinze jours et ne peut pas se contenter de déléguer cette décision¹³⁶⁰.

3. Devoir d'informer par le rapport

a) Information nécessaire pour décider en connaissance de cause

Le rapport du conseil d'administration de la société cible forme le cœur du système d'information de ses actionnaires pendant une offre publique d'acquisition. Il permet aux actionnaires, destinataires de l'offre, de combler leur déficit dans ce domaine¹³⁶¹. Il leur garantit une source de renseignements fiable et différente du pros-

¹³⁵⁵ Recommandation de la Commission des OPA du 15 octobre 2002, *Martin Lüthi, Hans-Jürg Lüthi, Eugen Bollinger / UDT Group, Ltd. Kirchberg*, consid. 6.3.

¹³⁵⁶ Voir l'art. 31 al. 3 OOPA.

¹³⁵⁷ Recommandation de la Commission des OPA du 21 avril 1998, *Pirelli & Cie Luxembourg SA/Société Internationale Pirelli SA, Bâle*, consid. 2.

¹³⁵⁸ Arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- & Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403, JT 1973 I 66, consid. 5b, p. 71-72.

¹³⁵⁹ Cette possibilité n'est envisageable que dans des cas exceptionnels, pour des motifs qui tiennent tant au droit des sociétés qu'au droit boursier. En effet, de par leur position dans l'organisation sociale, les membres du conseil d'administration doivent disposer du temps nécessaire pour exécuter leurs obligations même lorsqu'elles sont urgentes. Ce raisonnement vaut *a fortiori* lors d'offres publiques d'acquisition, compte tenu de leur influence sur la marche des affaires. Les circonstances doivent donc être à proprement parler exceptionnelles pour qu'une dérogation soit octroyée. En parallèle, le but d'information des actionnaires investisseurs poursuivi par la législation boursière s'accommode mal avec toute possibilité de retarder les devoirs du conseil d'administration, argument qui vient renforcer le caractère exceptionnel de toute dérogation.

¹³⁶⁰ COPA : Projet d'ordonnance sur les OPA (22.02.96) : Commentaires, no 47.

¹³⁶¹ WERLEN (2002), p. 191 ; FRAUENFELDER (2001), p. 72 ; BERNET (1998), p. 261 ; ZOBL (1997), p. 63. Contrairement à ce qu'estime WERLEN (2002), p. 191, le manque d'informations n'est pas imputable à une lacune de la théorie du marché efficace. Au contraire, l'intervention du conseil d'administration s'explique précisément parce que cet organe dispose de plus d'informations sur la société que le marché qui, par conséquent, ne peut pas les intégrer dans sa valorisation des titres de la société.

pectus d'offre préparé par l'offrant¹³⁶². Il leur permet ainsi de décider en connaissance de cause¹³⁶³.

Sur le plan des principes, ce rapport concrétise le premier but de la loi sur les bourses, la protection des investisseurs en termes de transparence et d'égalité de traitement¹³⁶⁴, réalisant par voie de conséquence le deuxième aussi : il garantit le bon fonctionnement du marché du contrôle des sociétés¹³⁶⁵.

D'abord, il a pour principal objet la communication des informations nécessaires aux actionnaires afin de juger de l'opportunité de l'offre. Il doit donc dévoiler tous les renseignements pertinents pour la décision¹³⁶⁶. Le conseil d'administration est ainsi tenu de publier les données financières requises pour évaluer les actions. Il ne saurait toutefois s'arrêter aux derniers chiffres publiés par la société, mais doit publier les développements récents qui sont pertinents pour la décision¹³⁶⁷. En outre, compte tenu de l'importance des enjeux et sous réserve d'un intérêt social prépondérant, il peut même être obligé de dévoiler certaines informations restées confidentielles jusque-là¹³⁶⁸. Enfin, il doit aussi exprimer sa propre appréciation de la situation, comparant les perspectives de revenus futurs de sa stratégie avec celle que l'offrant entend poursuivre¹³⁶⁹.

Le deuxième objet du rapport est de corriger d'éventuelles lacunes ou erreurs du prospectus d'offre, but qui est atteint quand les actionnaires disposent des informations nécessaires pour juger de l'opportunité du prix et des conditions de l'offre¹³⁷⁰. De ce fait, le conseil d'administration doit faire valoir dans son rapport ses griefs contre le prospectus d'offre, notamment s'il estime qu'il contient des informations fausses, incomplètes ou trompeuses¹³⁷¹.

Il est aussi tenu aussi de s'assurer que l'offrant a effectivement publié toutes les informations non publiques susceptibles d'influencer de manière déterminante

¹³⁶² FRAUENFELDER (2001), p. 71 ; BERTSCHINGER (1998), p. 329 ; ZOBL (1997), p. 63–64.

¹³⁶³ Art. 29 al. 1 OOPA. Voir BERNET (1998), p. 258 ; MEIER-SCHATZ (1996), p. 120 ; VON DER CRONE (1994b), p. 41.

¹³⁶⁴ BERNET (1998), p. 258 ; HÉRITIER LACHAT (1997), p. 47 ; BÖCKLI (1996), no 1661j. *Contra* FRAUENFELDER (2001), p. 72, qui, sans égard au but de la loi sur les bourses, se fonde exclusivement sur l'absence de devoir du conseil d'administration en droit des sociétés pour permettre aux actionnaires de vendre leurs titres au plus offrant.

¹³⁶⁵ FRAUENFELDER (2001), p. 72 ; BÖCKLI (1996), no 1661j.

¹³⁶⁶ Recommandation de la Commission des OPA du 27 avril 2000, *Tsufa AG/Big Star Holding AG*, consid. 1.2 ; WERLEN (2001), p. 192 ; FRAUENFELDER (2001), p. 72.

¹³⁶⁷ VON DER CRONE (2000a), p. 170 ; Recommandation de la Commission des OPA du 15 janvier 1999, *Deutsche Post/Danzas*, consid. 4.4.

¹³⁶⁸ FRAUENFELDER (2001), p. 80 ; WERLEN (2001), p. 192–193 ; BERNET (1998), p. 261. Voir l'art. 31 al. 1 du Projet de la Commission des OPA du 22 juin 1996 concernant l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition.

¹³⁶⁹ FRAUENFELDER (2001), p. 73.

¹³⁷⁰ FRAUENFELDER (2001), p. 72 ; BERNET (1998), p. 260 ; BÖCKLI (1996), no 1661k ; MEIER-SCHATZ (1996), p. 120 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 994.

¹³⁷¹ Recommandation de la Commission des OPA du 7 avril 2000, *Tsufa AG/Big Star Holding AG*, consid. 4.1 et 6.

l'offre que la société visée lui aurait communiquées¹³⁷². Si le prospectus ne répond pas à ces prescriptions, son rapport doit alors le compléter et le corriger, afin de permettre aux actionnaires de prendre une décision éclairée.

Par ce biais, ils ont non seulement à disposition des informations leur permettant de décider en connaissance de cause, mais encore une mise en garde contre d'éventuelles données inadéquates ou erronées, susceptibles de les induire en erreur.

b) Informations particulières

En plus des informations générales, la loi exige que le rapport contienne des informations sur les intentions des actionnaires importants, sur les mesures de défense envisagées et sur les conflits d'intérêts.

Comme les actionnaires de référence déterminent souvent l'issue d'une offre publique d'acquisition et, de plus, leur opinion reflète leur évaluation de l'opportunité de la transaction, les autres veulent la connaître afin de décider de vendre ou conserver leurs actions¹³⁷³. C'est pourquoi le droit boursier oblige le conseil d'administration à publier les intentions de chaque actionnaire détenant plus de 5% des droits de vote, s'il les connaît¹³⁷⁴. Cette obligation sous-entend un devoir d'interroger les actionnaires importants sur ce point¹³⁷⁵. En revanche, les actionnaires importants ne sont pas obligés d'annoncer leurs intentions, tandis que le conseil d'administration n'est pas non plus tenu de procéder à des investigations plus approfondies¹³⁷⁶.

De façon analogue, il aurait été opportun d'obliger aussi ses membres à dévoiler leurs intentions par rapport aux actions qu'ils détiennent à titre privé, ce qui, même en l'absence d'une disposition expresse, peut découler du devoir général de fournir les informations nécessaires¹³⁷⁷.

Le conseil d'administration doit enfin dévoiler le dispositif de défense que la société envisage de mettre en œuvre ainsi que celui que l'assemblée générale a déjà adopté¹³⁷⁸. Il doit publier non seulement les mesures qui ressortent de sa compé-

¹³⁷² Recommandation de la Commission des OPA du 7 avril 2000, Tsufa AG/Big Star Holding AG, consid. 4.1.

¹³⁷³ FRAUENFELDER (2001), p. 77, qui note que les petits actionnaires dans une situation d'apathie rationnelle pourront même être tentés de simplement suivre les plus gros actionnaires profitant ainsi des investissements dans l'information que font ces derniers. Cette publicité évite dans une certaine mesure la problématique du dilemme du prisonnier. En effet, la publicité des intentions des gros actionnaires permet une certaine coordination entre les actionnaires qui évite précisément la situation du dilemme du prisonnier.

¹³⁷⁴ Art. 30 al. 1 OOPA.

¹³⁷⁵ FRAUENFELDER (2001), p. 78 ; WERLEN (2001), p. 198 ; BERNET (1998), p. 262.

¹³⁷⁶ FRAUENFELDER (2001), p. 78 ; WERLEN (2001), p. 198.

¹³⁷⁷ FRAUENFELDER (2001), p. 80 ; BERNET (1998), p. 263. Voir Rule 25.3(a)(vi) City Code on Takeovers and Mergers.

¹³⁷⁸ Art. 30 al. 2 OOPA.

tence d'organe exécutif, mais aussi celles qu'il entend proposer à l'assemblée générale¹³⁷⁹. Ainsi informé de la tactique de la société, l'offrant et les actionnaires peuvent réagir : d'abord, ils peuvent contester, en temps utile, toute mesure de défense contraire au droit¹³⁸⁰. En outre, l'acquéreur peut améliorer les conditions de son offre¹³⁸¹ ou la retirer s'il s'est réservé cette possibilité^{1382/1383}.

c) Information exacte et complète

Le rapport doit communiquer des informations objectives et factuelles. A la forme, il doit être rédigé dans un style clair et compréhensible par un investisseur qualifié (et non le grand public)¹³⁸⁴. Il doit être complet et exact¹³⁸⁵, une notion importée des règles applicables aux prospectus d'émission¹³⁸⁶ : le rapport doit contenir toutes les informations requises par la loi ainsi que toutes celles pouvant être nécessaires et pertinentes pour permettre aux actionnaires, destinataires de l'offre, de prendre leur décision de vendre ou de conserver leurs titres¹³⁸⁷. A l'inverse, il ne doit pas contenir de renseignements inexacts, incomplets¹³⁸⁸ ou ambigus^{1389/1390} : si le conseil d'administration décide d'inclure des projections, il est donc tenu s'assurer du bien-fondé de l'analyse sous-jacente¹³⁹¹.

La Commission des OPA déduit du devoir de publier des informations complètes et exactes un devoir de mettre à jour, corriger ou compléter le rapport¹³⁹², si

¹³⁷⁹ WERLEN (2001), p. 199.

¹³⁸⁰ FRAUENFELDER (2001), p. 80.

¹³⁸¹ Art. 15 OOPA.

¹³⁸² Art. 16 OOPA.

¹³⁸³ FRAUENFELDER (2001), p. 79–80 ; WERLEN (2001), p. 199 ; BERNET (1998), p. 262.

¹³⁸⁴ MEIER-SCHATZ/GASSER (2000a), p. 201. Voir en matière de prospectus de cotation l'art. 32 al. 1 RC ; WATTER (1992), p. 55. *Contra* WERLEN (2001), p. 195, qui estime que tout destinataire devrait être à même de comprendre le rapport. A notre avis, cette position néglige le fait que le droit boursier suisse est fondé sur l'idée d'intermédiation financière. Autrement dit, les investisseurs sont supposés agir par le biais d'intermédiaires financiers (banques ou négociants en valeurs mobilières) qui doivent veiller à leurs intérêts.

¹³⁸⁵ Art. 29 al. 1 LBVM et art. 29 al. 2 OOPA.

¹³⁸⁶ ZOBL (1997), p. 65.

¹³⁸⁷ Arrêt du Tribunal fédéral du 8 avril 1986, *Dame Y c. Interallianz Bank Zurich AG et Hänsli*, ATF 112 II 172, consid. I.2.a, p. 176. Voir BERNET (1998), p. 260 ; ZOBL (1997), p. 65 ; MEIER-SCHATZ (1996), p. 120.

¹³⁸⁸ C'est-à-dire des renseignements exacts qui occulteraient des faits matériels pour la décision de vente.

¹³⁸⁹ C'est-à-dire des renseignements dont le contenu peut induire en erreur en raison de la formulation employée.

¹³⁹⁰ Recommandation de la Commission des OPA du 27 avril 2000, *Tsufa AG/Big Star Holding AG*, consid. 2.1 et 2.2 ; arrêt du Tribunal fédéral du 8 avril 1986, *Dame Y c. Interallianz Bank Zurich AG et Hänsli*, ATF 112 II 172, consid. I.2.a, p. 176 ; arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1921, *B et consorts c. A. et consorts*, ATF 47 II 272, consid. 3, p. 290 ; BÖCKLI (1996), p. 1996i ; ZOBL/ARPAGUS (1995), p. 252 ; WATTER (1992), p. 58 ; FORSTMOSER (1987), no 992.

¹³⁹¹ ATF 112 II 172, consid. I.2.a.bb, p. 178 ; ATF 47 II 272, consid. 3, p. 290 ; BÖCKLI (1996), p. 1996i ; ZOBL/ARPAGUS (1995), p. 252 ; WATTER (1992), p. 58 ; FORSTMOSER (1987), no 992.

¹³⁹² Recommandation de la Commission des OPA du 27 avril 2000, *Tsufa AG/Big Star Holding AG*, consid. 1.2.

les circonstances de fait changent après sa publication. Le conseil d'administration est ainsi tenu d'annoncer toute modification des circonstances pertinentes pour apprécier l'offre. De même, il doit dévoiler les variations des facteurs pertinents pour évaluer la société visée (même si elles ne déploient leurs effets qu'en cas d'échec de l'offre) : par exemple, il doit mettre à jour son rapport, si la situation commerciale ou financière change ou s'il décide de revoir sa stratégie¹³⁹³.

d) *Intérêt social comme limite au devoir d'information*

Si l'information doit être complète, elle ne peut s'étendre au-delà de ce que l'actionnaire a le droit de savoir¹³⁹⁴. Le conseil d'administration peut donc refuser de dévoiler certains renseignements, si cette omission est justifiée par un intérêt social manifestement prépondérant¹³⁹⁵. Le secret des affaires limite ainsi le droit à l'information de l'actionnaire¹³⁹⁶. Afin de préserver l'effet utile du rapport du conseil d'administration, cette exception est interprétée de manière restrictive¹³⁹⁷. D'ailleurs, le contexte particulier des offres publiques d'acquisition appelle plus de publicité sur la marche des affaires que d'ordinaire¹³⁹⁸.

Avant de garder une information secrète, le droit boursier requiert que le conseil d'administration produise une attestation du réviseur légal dûment motivée sur le bien-fondé de sa décision¹³⁹⁹. Cette solution contraste avec le droit des sociétés, qui laisse le conseil d'administration apprécier seul l'opportunité du secret.

4. *Devoir de prendre position*

a) *Devoir de prendre position ou simple devoir d'informer ?*

A la lecture du texte légal, non seulement le conseil d'administration doit informer les propriétaires de titres, mais aussi est-il obligé prendre position sur l'offre¹⁴⁰⁰. Ce devoir découle de sa position : il est le plus au fait de la situation de la société ainsi

¹³⁹³ TSCHÄNI/FFLAND (2002), p. 206 ; FRAUENFELDER (2001), p. 86-87.

¹³⁹⁴ BERNET (1998), p. 263 ; ZOBL (1997), p. 65.

¹³⁹⁵ Art. 30 al. 3 OOPA.

¹³⁹⁶ Art. 697 al. 2 CO. ZOBL (1997), p. 65. Voir *infra*, chapitre 6 § 5.

¹³⁹⁷ BERNET (1998), p. 263 ; ZOBL (1997), p. 65 ; COPA : Projet d'ordonnance sur les OPA (22.02.96) : Commentaires, no 48, qui prévoit qu'en cas de doute, le réviseur doit refuser de donner l'attestation. Le conseil d'administration de la société cible doit alors s'entretenir directement avec la Commission des OPA.

¹³⁹⁸ BERNET (1998), p. 261.

¹³⁹⁹ Art. 30 al. 3 OOPA. Ce choix du réviseur légal, comme garant de la légalité du rapport, permet un contrôle externe et indépendant des actes du conseil d'administration sans devoir saisir immédiatement la Commission des OPA (BERNET (1998), p. 264 ; COPA : Projet d'ordonnance sur les OPA (22.02.96) : Commentaires, no 48).

¹⁴⁰⁰ Art. 29 al.1 LBVM.

que de la valeur de l'entreprise qu'elle exploite, et, également le plus apte à juger du caractère adéquat de l'offre¹⁴⁰¹.

L'ordonnance sur les OPA nuance quelque peu ce devoir de prendre position. Il semble donner au conseil d'administration l'alternative entre, d'une part, recommander son acceptation ou son rejet et, d'autre part, se contenter d'un inventaire des avantages et des inconvénients, sans en tirer de conséquence¹⁴⁰².

Or, une prise de position fournit une analyse de la situation aux actionnaires. Elle évite à ces derniers de traiter l'information eux-mêmes, leurs permettant de se fier à l'analyse du conseil d'administration. En outre, ils n'attendent pas une prise de position neutre, ils veulent l'avis de ce dernier¹⁴⁰³. Ils ont aussi besoin de savoir à travers de quel prisme il a rédigé son rapport¹⁴⁰⁴ afin de le lire d'un œil critique. Ils doivent savoir s'il va adopter un comportement actif face à l'offre, c'est-à-dire s'il veut l'encourager ou s'il désire s'y opposer¹⁴⁰⁵. D'ailleurs, comment le conseil d'administration pourrait-il concilier une absence de prise de position avec des mesures de défense ou des actes favorables à l'offrant ?

Avec ZOBL, nous sommes d'avis qu'il doit recommander d'accepter ou de refuser l'offre¹⁴⁰⁶. Une interprétation de l'ordonnance conforme à l'esprit de la loi définit la prise de position motivée comme la règle et la simple énumération des avantages et inconvénients comme l'exception. Le conseil d'administration est tenu de donner son avis : il ne peut échapper à cette obligation que si le collègue ne parvient pas au consensus – par exemple, si une partie de ses membres est favorable à l'offre, tandis qu'une autre s'y oppose. Dans ce cas, il doit résumer leurs positions en termes d'avantages et d'inconvénients¹⁴⁰⁷. D'ailleurs, dans cette dernière hypothèse, il aurait été préférable de communiquer aux actionnaires la recommandation de la majorité et d'y adjoindre l'opinion dissidente des administrateurs minorisés¹⁴⁰⁸. Au demeurant, un conseil est libre de procéder de la sorte, selon le droit en vigueur.

¹⁴⁰¹ BERNET (1998), p. 266 ; BÖCKLI (1996), no 1674.

¹⁴⁰² Art. 29 al. 3 OOPA.

¹⁴⁰³ ZOBL (1997), p. 64 ; FREI (1996a), p. 726.

¹⁴⁰⁴ PETER (1997a), p. 70.

¹⁴⁰⁵ Cette conclusion découle aussi du principe de la confiance. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision SA* ATF 121 III 219, JT 1996 I 162, consid. 2, p. 178, qui a retenu en matière de suppression du droit préférentiel de souscription :

« Il serait (...) insuffisant de se contenter de donner au conseil d'administration, sans plus ample précision, le mandat de supprimer ou de limiter le droit préférentiel de souscription dans les limites de la loi ou selon de justes motifs. En outre, il résulte du principe de la confiance – principe qui vaut également en droit des sociétés – que l'administration doit dans la mesure du possible informer largement l'assemblée générale de ses intentions concrètes, à moins que les intérêts légitimes de la société ou de tiers s'opposent à une telle communication. »

¹⁴⁰⁶ ZOBL (1997), p. 64 ; en faveur d'une alternative, MEIER-SCHATZ (1996), p. 120.

¹⁴⁰⁷ Voir la Note 3 sur la Rule 3.1 du City Code on Takeovers and Mergers.

¹⁴⁰⁸ PETER (1997a), p. 71.

Cette situation prévaut selon le City Code on Takeovers and Mergers. Note 2 sur la Rule 25.1 du

b) Motivation de la prise de position

L'élaboration de la prise de position fait donc partie des attributions du conseil d'administration, qui agit alors comme organe de la société, bien que ce devoir résulte du droit des marchés des capitaux¹⁴⁰⁹. A ce titre, il est tenu d'exercer toute la diligence nécessaire, de veiller à l'intérêt social et de respecter l'égalité de traitement des actionnaires¹⁴¹⁰.

Pour prendre position, il doit donc se demander si la société va profiter de l'opération. Comme dans le cas d'une fusion, il lui appartient de déterminer dans quelle hypothèse elle a le plus de chance de réaliser son but lucratif¹⁴¹¹. Il doit aussi vérifier l'adéquation du prix offert¹⁴¹², en se référant au cours de bourse, à la règle de fixation du prix en matière d'offre publique d'acquisition obligatoire ainsi qu'aux informations confidentielles¹⁴¹³.

Même lorsque la transaction contribue à accroître la rentabilité à un prix adéquat aux actionnaires, le conseil d'administration doit s'assurer s'il n'existe pas de solutions plus favorables, par exemple des alliances stratégiques ou une reprise par un chevalier blanc¹⁴¹⁴. Si elles ne sont pas envisageables ou si le *statu quo* n'est plus souhaitable, il est alors obligé de recommander aux actionnaires d'accepter l'offre publique d'acquisition.

En pratique, le conseil d'administration peut parvenir à cette conclusion pour diverses raisons : parce qu'il existe des synergies entre l'offrant et la société cible, parce qu'il n'existe aucune autre stratégie de regroupement viable compte tenu de la participation de l'offrant. Il peut aussi la choisir tout simplement, parce qu'elle est dans l'intérêt des actionnaires, parce que le prix est adéquat ou encore parce que les titres souffrent d'une décote liée à un manque de liquidité¹⁴¹⁵.

City Code on Takeovers and Mergers et, en France, l'art. Règl. COB n° 2002-064 prévoit expressément que les administrateurs minoritaires peuvent demander qu'il soit fait état de leur position et de leur identité.

Dans le même sens, BERNET (1998), p. 263.

¹⁴⁰⁹ *Contra* BÖCKLI (1996), no 1661f. A notre avis, les obligations de droit boursier s'inscrivent dans le cadre des devoirs résultant du droit des sociétés. En effet, c'est sur leur base que le conseil devra prendre position face à une offre publique d'acquisition : le premier ne fait que rendre obligatoire la publication de cette prise de position, sans préciser dans quel intérêt le conseil d'administration doit agir.

¹⁴¹⁰ HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 989. Voir le Principe 9 du City Code on Takeovers and Mergers : « *Directors of an offeror and the offeree company must always in advising their shareholders act only in their capacity as directors and not have regard to their personal or family shareholdings or their personal relationship with the companies. It is the shareholders' interest taken as a whole, together with those of employees and creditors, which should be considered when giving advice to the shareholders (...).* »

¹⁴¹¹ Voir HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 992.

¹⁴¹² HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 994 ; WATTER (1990), no 741.

¹⁴¹³ Art. 32 al. 4 LBVM. HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 994a.

¹⁴¹⁴ HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 995 ; WATTER (1990), no 742.

¹⁴¹⁵ TSCHÄNI/IFFLAND (2002), p. 202-203.

En revanche, les membres du conseil d'administration ne sauraient faire intervenir leur propre intérêt ou ceux de tiers dans leur prise de position sous peine de violer leur devoir de fidélité. Ils ne peuvent pas non plus faire intervenir comme seuls critères d'évaluation des facteurs comme l'intérêt des créanciers, des travailleurs ou l'intérêt public¹⁴¹⁶, ou encore ériger l'indépendance de la société comme une fin en soi¹⁴¹⁷.

Dans ce domaine, comme ailleurs, le conseil d'administration satisfait son devoir de diligence et de fidélité, s'il prend position pour ce qu'il estime de bonne foi contribuer à l'intérêt social, après s'être informé et sans se trouver dans une situation de conflit d'intérêts, ou, du moins, s'il prend les mesures adéquates afin d'éviter leurs conséquences néfastes. Pour satisfaire ces exigences, il serait ainsi bien inspiré de recourir à l'appui d'experts indépendants à même de l'assister dans l'évaluation et de le conseiller dans la préparation de sa recommandation¹⁴¹⁸.

Le conseil d'administration ne peut pas se contenter de prendre position. Son rapport sur l'offre publique d'acquisition doit être motivé : il doit mentionner les avantages et inconvénients d'une acceptation ou d'un refus et aussi contenir tous les éléments essentiels ayant influencé sa décision¹⁴¹⁹, notamment les avis de tiers et les *fairness opinions*¹⁴²⁰, afin de remettre aux actionnaires une information brute.

5. Destinataires du rapport et forme de la publication

Le rapport du conseil d'administration permet aux destinataires de l'offre de former leur opinion, c'est pourquoi il est adressé aux propriétaires de titres de la société visée¹⁴²¹, c'est-à-dire d'actions, de bons de participation et de bons de jouis-

¹⁴¹⁶ WATTER (1990), no 735 ; KUY (1989), p. 48. *Contra* HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 1000. Voir à titre de comparaison, le Principe 9 du City Code on Takeovers and Mergers qui prévoit : « (...) *It is the shareholders' interest taken as a whole, together with those of employees and creditors, which should be considered when giving advice to the shareholders. (...)* »

Cependant, le droit anglais des sociétés prévoit expressément que l'intérêt des employés fait partie intégrante de celui de la société (s. 309 Companies Act 1985).

¹⁴¹⁷ HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 993 ; VON SALIS (1994), p. 993 ; RUEDIN (1990), p. 203.

¹⁴¹⁸ VON DER CRONE (2000a), p. 170 ; HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 994 ; WATTER (1990), no 742.

¹⁴¹⁹ Art. 29 al. 4 OOPA.

¹⁴²⁰ Recommandation de la Commission des OPA du 8 janvier 1999, *Klaus J. Jacobs Holding SA/Allgemeine Finanzgesellschaft*, consid. 3.1. Voir la recommandation de la Commission des OPA du 1^{er} novembre 1999, *Compañia Roca Radiadores S.A., Barcelona/Keramik Holding Laufen AG, Laufen*, consid. 6.3, retenant que si la *fairness opinion* est trop longue et exhaustive pour être incluse dans le rapport, le conseil d'administration peut lui substituer un résumé et indiquer dans le rapport que tout intéressé peut demander gratuitement la remise d'une copie de l'avis complet. VON DER CRONE (2000a), p. 170. Voir la Rule 3.1 du City Code on Takeovers and Mergers.

¹⁴²¹ Art. 2 lit. e LBVM et 2 OOPA.

sance, ainsi qu'aux titulaires de droits d'acquisition ou de conversion sur ces titres¹⁴²². Il communique aussi les informations aux analystes et aux journalistes financiers pour qu'ils les traitent et les retransmettent aux investisseurs sous une forme plus compréhensible¹⁴²³.

Afin que tous les destinataires de l'offre, présents et futurs puissent avoir accès au rapport, celui-ci doit être publié selon les mêmes modalités que l'offre elle-même, c'est-à-dire dans au moins deux des journaux dans lesquels cette dernière est parue¹⁴²⁴. Il peut aussi être inclus dans le prospectus d'offre¹⁴²⁵, comme c'est souvent le cas lors d'offres amicales. En cas d'offre hostile, le conseil d'administration peut vouloir argumenter sa position, il peut alors publier un résumé et renvoyer à un rapport détaillé mis à la disposition des intéressés sans frais dès le jour de la parution du résumé¹⁴²⁶.

Il dispose de quinze jours de bourse à partir de la publication de l'offre pour rédiger et faire paraître son rapport¹⁴²⁷. En outre, si l'offre est modifiée, il doit en rédiger un nouveau et le publier, soit avec l'offre ainsi modifiée, soit dans les huit jours de bourse suivants la publication de la modification¹⁴²⁸. Par ailleurs, il est également tenu de le mettre à jour si un changement de circonstances le rend incomplet ou inexact.

C. Lien avec l'obligation de publicité événementielle

Contrairement aux autres obligations générales d'information spontanée, la publicité événementielle concurrence les devoirs spécifiques relatifs aux offres publiques d'acquisition. Dès lors, se pose la question des rapports entre ces deux ensembles de normes.

En application du principe *lex specialis derogat generalis*, les devoirs d'information du droit des offres publiques d'acquisition priment sur les obligations générales de la publicité événementielle. Cette préséance concerne tant la forme et le

¹⁴²² Quand bien même, une offre publique d'acquisition ne doit pas porter sur les droits d'option, le principe d'égalité de traitement consacré à l'art. 24 al. 2 LBVM veut qu'elle englobe aussi les titres acquis par l'exercice de ces droits. Art. 10 al. 3 OOPA. Dès lors, les titulaires d'options, en leur qualité de propriétaires potentiels d'actions, bons de participation ou de jouissance sont également des destinataires de l'offre et donc du rapport du conseil d'administration.

¹⁴²³ VON DER CRONE (1994b), p. 41. Cette retransmission fait, d'ailleurs, l'objet d'obligations découlant de diverses sources telles que le droit du mandat, mais également du droit public. La nécessité d'assurer une information adéquate par les intermédiaires financiers fait donc partie intégrante de la conception suisse du droit du marché financier. Voir HIRSCH (1988), p. 89 et 94.

¹⁴²⁴ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 6 ; ZOBL (1997), p. 63 ; art. 29 al. 1 i.f. LBVM et art. 32 OOPA. Comp. art. 18 OOPA.

¹⁴²⁵ Art. 32 al. 1 OOPA.

¹⁴²⁶ Art. 32 al. 4 OOPA.

¹⁴²⁷ Art. 32 al. 2 OOPA.

¹⁴²⁸ Art. 33 al. 1-3 OOPA.

contenu de l'annonce préalable ou du prospectus, que la réaction du conseil d'administration¹⁴²⁹.

Du point de vue de la société visée, le fait important, c'est-à-dire l'offre publique, est en réalité déjà dévoilé au marché lors de la publication de l'offre et ne donne, dès lors, pas lieu à l'obligation de publicité événementielle. D'ailleurs, le rapport du conseil d'administration n'est pas destiné à informer le public de l'existence d'une offre, mais plutôt à permettre aux investisseurs de décider en connaissance de cause.

Avant la publication, l'émetteur et l'offrant sont cependant tenus de respecter leurs obligations générales de publicité événementielle. Ils peuvent ainsi être soumis à un tel devoir, notamment, lors de négociations préalables à une offre publique d'acquisition amicale. Ils peuvent y échapper, puisqu'ils ont un intérêt légitime à garder secrète l'existence des pourparlers, et ainsi différer leur obligation d'annonce pour autant qu'ils prennent des mesures pour maintenir la confidentialité.

En cas de fuite, ils sont toutefois tenus de divulguer immédiatement l'existence d'un projet d'offre et si l'indiscrétion porte sur l'intention de l'offrant de la présenter, ils doivent réagir, non par la communication d'un fait susceptible d'influencer les cours, mais par la publication d'un véritable prospectus d'offre ou, du moins, une annonce préalable, indiquant notamment son prix, les délais de publication et sa durée, ainsi que les éventuelles conditions auxquelles elle est soumise¹⁴³⁰.

En tout état de cause, si la société visée n'accepte pas de négocier, soit l'offrant renonce à son projet et l'obligation d'annoncer disparaît, soit il persiste et rend son offre hostile. Dans ce second cas, il peut, certes, éviter l'annonce, s'il se prévaut d'un impératif prépondérant. En revanche, la société visée ne peut plus invoquer son intérêt social pour retarder la publicité événementielle et doit dévoiler immédiatement ce fait, si elle en est consciente

V. Synthèse

Le conseil d'administration se voit imposer, dans le cadre de ses compétences sociales, un devoir d'informer les actionnaires et de s'assurer que la société remplit ses obligations de transparence fondée sur le droit boursier.

Ses devoirs se déclinent en deux temps : d'abord, des informations générales, les rapports périodiques, la publicité événementielle et l'annonce des participations, constituent un ensemble d'obligations destiné à permettre aux actionnaires de se faire une image complète et fidèle de leur société pour contrôler les activités des di-

¹⁴²⁹ Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau règlement de cotation (Publicité événementielle), novembre 1996, p. 13.

¹⁴³⁰ Art. 9 al. 2 OOPA.

rigeants, pour participer aux décisions sociales et, enfin, pour faire leur choix d'investissement ou de désinvestissement.

Ensuite, lorsqu'ils doivent se prononcer sur des fusions et acquisitions, le conseil d'administration doit leur permettre de décider en connaissance de cause, devoir qui existe tant lors de fusions ou d'acquisitions d'actifs, qui requièrent leur participation à l'assemblée générale, que lors d'offres publiques d'acquisition pour lesquelles ils interviennent en tant qu'investisseurs et décident de vendre ou conserver leurs titres.

Bien que le code des obligations soit lacunaire à ce propos, les devoirs généraux du conseil d'administration impliquent une obligation d'informer les actionnaires. Ils sont rejoints par la loi sur la fusion qui lui impose de leur présenter un rapport avant l'assemblée générale convoquée pour décider d'une fusion ou d'une scission, tandis que lors d'offres publiques d'acquisitions, ce devoir résulte du droit boursier¹⁴³¹ qui oblige aussi l'offrant et, donc, son conseil d'administration, à dévoiler les renseignements nécessaires à la prise de décision.

En synthèse, le conseil d'administration se voit imposé, lors de toutes les fusions et acquisitions auxquelles participent les actionnaires, un devoir de les informer des tenants et aboutissants de la transaction. Bien que le fondement et la mise en œuvre de ce devoir varient d'une technique à l'autre, ils se résument dans tous les cas par le même objectif : permettre aux actionnaires de décider en connaissance de cause.

§ 3 Information volontaire : investor relations

1. Importance des investor relations

Au-delà de leurs obligations légales, de nombreuses sociétés communiquent avec les investisseurs par les « *investor relations* »¹⁴³², l'idée sous-jacente à cette pratique étant qu'avec une information adéquate, ils sont mieux équipés afin d'évaluer les titres de la société et n'escomptent pas le risque que l'information publique passe sous silence d'éventuels mauvais résultats.

Les *investor relations* se servent des outils de la communication et du marketing¹⁴³³. Ces instruments se classent en fonction du public cible : une partie des ac-

¹⁴³¹ Art. 29 al. 1 LBVM.

¹⁴³² Le National Investor Relations Institute (www.niri.org/about/index.cfm) propose la définition suivante des *investor relations* :

« *Investor relations is a strategic management responsibility using the disciplines of finance, communication and marketing to manage the content and flow of company information to financial and other constituencies to maximise relative valuation* ». (National Investor Relations Institute, www.niri.org/about/index.cfm).

¹⁴³³ DRILL (1995), p. 60.

tivités est dirigée directement vers le public des investisseurs. Si l'assemblée générale est dans l'esprit du législateur le principal *forum*, les sociétés utilisent aujourd'hui d'autres moyens de communication, notamment les lettres aux actionnaires ou leur site Internet¹⁴³⁴, ainsi que des voies indirectes, comme les contacts avec les analystes financiers et la presse.

Une seconde catégorie de communications s'adresse à un public plus ciblé, constitué de certains investisseurs stratégiques, de par l'importance de leur participation dans la société, soit de leur fortune à placer, comme certains investisseurs institutionnels, qui bénéficient souvent d'attentions supplémentaires sous la forme de *roadshows*, voire de présentations et d'entretiens individualisés¹⁴³⁵.

Le contenu et la périodicité des communications vont souvent au-delà des exigences légales et boursières. La société peut donner plus de détails que le requièrent la loi et le règlement de cotation. Elle peut, par exemple, inclure dans le rapport annuel des prévisions relatives à l'évolution du *free cash-flow* ou informer le marché ou certains investisseurs de l'évolution de ses affaires ou de certains projets déterminés¹⁴³⁶.

Dans le contexte des fusions et acquisitions, elle annonce les choix du conseil d'administration et de la direction ainsi que les enjeux de ces choix, cherchant ainsi à induire une réaction adéquate du marché. En d'autres termes, elle essaye de réduire les incertitudes des investisseurs quant à l'incidence de l'opération sur son développement, afin de réduire l'escompte et la volatilité qui y sont liés¹⁴³⁷.

Toutefois, c'est lors d'offres hostiles, que les communications supplémentaires deviennent décisives. Alors, contrairement à l'hypothèse classique où les actionnaires se contentent de ratifier le choix des dirigeants, ils ont un véritable choix à faire entre l'offrant et leur conseil d'administration. Ce dernier a alors un intérêt particulier à utiliser toutes ses forces pour convaincre un maximum d'actionnaires de le soutenir et de rejeter l'offre hostile. Il veut utiliser toute la palette des outils de communications afin de séduire tant les petits investisseurs que les institutionnels.

Dans un cas de figure extrême, les *investor relations* peuvent même inciter un investisseur institutionnel ou un partenaire à présenter une offre amicale concurrente (la stratégie du chevalier blanc) ou, du moins, à acquérir une participation suffisante pour bloquer la tentative hostile (la stratégie du *white squire*, soit littéralement de l'écuyer blanc).

¹⁴³⁴ DRILL (1995), p. 131.

¹⁴³⁵ DRILL (1995), p. 132-33.

¹⁴³⁶ DRILL (1995), p. 82-83. Nous parlons exclusivement d'informations dont l'influence sur les cours n'est pas suffisante pour donner lieu à une obligation de publicité événementielle.

¹⁴³⁷ DRILL (1995), p. 56.

II. Cadre juridique des *investor relations*

A. Application des règles générales

Ni le droit des sociétés ni le droit boursier suisse ne réglementent directement les *investor relations* à l'exception des quelques règles éparées du Code suisse de bonne pratique et de la directive sur le *Corporate Governance*¹⁴³⁸. Néanmoins, les principes généraux délimitent la liberté de la société en matière de relations avec ses investisseurs : dans ce domaine aussi, le conseil d'administration et les organes de gestion doivent agir avec diligence dans l'intérêt de la société et respecter le principe d'égalité de traitement. En parallèle, le droit boursier, par l'interdiction du délit d'initiés et de la manipulation de cours, s'assure du bon fonctionnement du marché et veille à l'information des investisseurs.

En outre, les règles générales du droit de la communication fixent un cadre à la forme et au contenu des relations publiques de la société : elles sont tenues de respecter la loi sur la concurrence déloyale et les principes sur la protection de la personnalité¹⁴³⁹. Elles ne doivent pas être trompeuses et, lorsqu'elles se rapportent à des faits, elles doivent être exactes¹⁴⁴⁰. En cas d'offres publiques d'acquisition ou de luttes de pouvoir à l'assemblée générale, la société et ses organes n'ont pas le droit de porter atteinte à la personnalité de l'offrant ou du dissident : ils doivent être à même d'établir la véracité des faits allégués et disposer d'un intérêt prépondérant à l'information des actionnaires¹⁴⁴¹. Le droit pénal fixe aussi certaines limites, en réprimant le faux renseignement sur une société commerciale¹⁴⁴², le délit d'initiés¹⁴⁴³ et la manipulation de cours¹⁴⁴⁴.

B. Egalité de traitement des actionnaires

1. Principe

Le principe d'égalité de traitement limite la liberté du conseil d'administration et de la direction en matière de relation avec les investisseurs¹⁴⁴⁵. Selon ce principe, les organes de gestion de la société anonyme doivent traiter de la même manière les

¹⁴³⁸ Mentionnons le ch. 8 du Code suisse de bonne pratique qui recommande au conseil d'administration de s'efforcer de maintenir le contact avec les actionnaires aussi entre les assemblées générales, le ch. 14(2) du Code suisse de bonne pratique concernant les informations remises avant l'assemblée générale et le ch. 9 de l'Annexe à la DCG qui oblige les émetteurs à fournir dans le rapport de gestion des informations sur leur politique d'information.

¹⁴³⁹ Art. 28 CC.

¹⁴⁴⁰ Art. 3 lit. b. LCD.

¹⁴⁴¹ Art. 28 al. 1 et 2 CC.

¹⁴⁴² Art. 152 CP.

¹⁴⁴³ Art. 161 CP.

¹⁴⁴⁴ Art. 161bis CP.

¹⁴⁴⁵ BÖCKLI (1996), no 1660f ; HOFSTETTER (1996), p. 230 ss.

actionnaires qui se trouvent dans la même situation. Or, ils peuvent vouloir concentrer leurs efforts sur certains investisseurs déterminés en raison de l'importance de leur participation ou de leur position stratégique.

La légitimité de ce procédé donne lieu à une controverse doctrinale qui tourne autour de l'existence, en matière d'information, de différences susceptibles de justifier un traitement différencié : selon un courant, les actionnaires détenant une participation importante qui entretiennent une relation à long terme avec la société se distinguent des « petits » dont la perspective d'investissement est moins certaine¹⁴⁴⁶. Selon un autre, il convient de distinguer les actionnaires « passifs » des « actifs » qui demandent des renseignements¹⁴⁴⁷.

A notre sens, ces critères ne justifient pas un traitement différencié : indépendamment de l'importance de leur investissement respectif, tous les actionnaires ont un intérêt égal à obtenir les informations communiquées par la société afin d'exercer leurs droits et, en particulier, leur droit d'aliéner leurs titres. De même, l'intérêt de la société à entretenir des relations privilégiées avec un actionnaire important ne justifie guère une dérogation au principe d'égalité de traitement¹⁴⁴⁸.

Deux conséquences résultent de ce dernier principe : premièrement, si le conseil d'administration ou ses subordonnés dialoguent en dehors des assemblées générales avec un actionnaire déterminé, ils doivent en faire bénéficier les autres. D'autre part, s'ils donnent des informations supplémentaires à un actionnaire déterminé, ils doivent les communiquer aux autres pour autant qu'elles soient susceptibles d'avoir un effet sur la valeur des actions (même s'il n'atteint pas le seuil de matérialité de l'obligation de publicité événementielle)¹⁴⁴⁹. Ils ne peuvent renoncer à les diffuser que s'ils estiment de bonne foi qu'elles ne présentent aucune importance pour les autres actionnaires. En tout cas, ils ne sauraient réserver certains renseignements à des actionnaires particuliers qu'ils considèrent comme stratégiques¹⁴⁵⁰.

Ces réflexions s'étendent par ailleurs aux communications faites aux courroies de transmission de l'information sur les marchés de capitaux, les analystes financiers et les médias spécialisés. Si la société profite de leur activité par une meilleure diffusion des informations la concernant ainsi qu'un traitement plus approfondi de son contenu, il est difficilement soutenable de refuser aux actionnaires l'accès à

¹⁴⁴⁶ FORSTMOSER (1997), p. 107 ; HOFSTETTER (1996), p. 228 ss.

¹⁴⁴⁷ BÖCKLI (1996), no 1660f et FORSTMOSER (1997), p. 107, considèrent que l'égalité de traitement est respectée si la société est disposée à remettre les informations sur demande. HOFSTETTER (1996), p. 230, est d'avis que le conseil d'administration et la direction sont légitimés à constituer un cercle restreint d'interlocuteurs, entre autres pour des questions pratiques (notamment pour des questions liées à la disponibilité des membres de ces organes).

¹⁴⁴⁸ DETTWYLER (2002), p. 75-80 ; TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 427.

¹⁴⁴⁹ DETTWYLER (2002), p. 78-79 ; TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 427.

¹⁴⁵⁰ NOBEL (1997b), § 10, no 40.

ces données¹⁴⁵¹, ce d'autant que ces acteurs sont souvent eux-mêmes des investisseurs ou des actionnaires de la société ou, du moins, leurs employés.

2. Informations supplémentaires à un acquéreur potentiel

Ces développements connaissent une exception notable, lorsqu'un investisseur contacte la société pour y prendre une participation déterminante. Comme il cherche à obtenir une position dans la société qui lui donnera accès aux informations supplémentaires réservées aux organes de gestion, elle peut lui remettre des renseignements plus étoffés par le biais notamment d'une *due diligence*, moyennant la signature d'un accord de confidentialité¹⁴⁵². Le droit des offres publiques d'acquisition reconnaît d'ailleurs cette possibilité : l'offrant doit attester qu'il n'a reçu de la société aucune des informations non publiques susceptibles d'influencer de manière déterminante la décision des destinataires¹⁴⁵³. Dans cette hypothèse, comme nous l'avons déjà vu¹⁴⁵⁴, la liberté de choix des actionnaires exige alors de traiter tous les offrants sur un pied d'égalité¹⁴⁵⁵.

C. Exigences du droit boursier

1. Généralités

Le droit boursier est fondé sur les principes de transparence et d'égalité de traitement des investisseurs. Or, si les informations supplémentaires contribuent à la réalisation du premier principe, elles peuvent être contraires au second. Dans ce

¹⁴⁵¹ BÖCKLI (1996), no 1660f. Il est vrai que le problème est moins aigu dans ce cas car les journalistes, les agences de *rating* et les analystes financiers servent de courroie de transmission entre la société et le public en général (NOBEL (1997b), § 10, no 40). DETTWYLER (2002), p. 82–84, suit une approche similaire : il considère que l'on peut offrir des prestations aux analystes sans les proposer à tous les actionnaires, mais qu'on ne peut leur communiquer des informations non publiques qu'avec la garantie que les intermédiaires les transmettront au public en respectant l'égalité de traitement.

Voir les positions de RAPP et PETER, « les débats ayant suivi l'exposé du professeur Henry Peter », in : *La société anonyme dans ses rapports avec ses actionnaires*, Lausanne : CEDIDAC 2001, p. 143. Selon le premier, l'égalité de traitement ne s'appliquant pas entre les actionnaires et les analystes, il est admissible de communiquer des informations aux analystes, tandis que, selon le second, si les actionnaires ne sont pas informés, il devrait en aller *a fortiori* de même pour les tiers que sont les analystes.

Comp. également l'exigence de l'Instance d'admission de se voir remettre l'ensemble des annonces de presse, des lettres aux actionnaires ainsi que des invitations et documents remis lors de conférences d'analystes et conférences de presse relevant des marchés de capitaux. Circulaire no 2/98 de l'Instance d'admission : Publicité événementielle (art. 72 RC) et les suspensions de négoce du 2 novembre 1998.

¹⁴⁵² FORSTMOSER (1997), p. 107.

¹⁴⁵³ Art. 23 al. 2 OOPA.

¹⁴⁵⁴ Voir *supra* p. 176 ss.

¹⁴⁵⁵ Art. 48 al. 1 OOPA.

contexte, la répression de la manipulation de cours garantit la bonne formation des prix sur le marché. Parallèlement, l'obligation de publicité événementielle et l'interdiction du délit d'initiés assurent l'égalité des investisseurs en matière d'information. Ces trois règles limitent, ou du moins, régissent la communication de renseignements supplémentaires.

2. Interdiction des manipulations de cours

L'interdiction des manipulations de cours régit exclusivement le contenu de l'information, empêchant les sociétés et leurs organes de diffuser « *dans le dessein d'influencer le cours des valeurs mobilières (...) pour se procurer ou procurer à un tiers un enrichissement illégitime (...) de mauvaise foi des informations trompeuses* »¹⁴⁵⁶. Les utilisations perverses des *investor relations*, la diffusion d'informations fausses ou qui donnent une image de la société non conforme à la réalité, afin de pousser les cours à la hausse (ou, plus rarement, à la baisse) sont ainsi prohibées.

3. Publicité événementielle

La publicité événementielle limite de façon plus notable la remise d'informations supplémentaires, puisqu'elle s'étend tant à leur contenu qu'à leur divulgation. En effet, cette obligation poursuit un double but. D'une part, elle renforce l'efficacité du marché en terme d'adéquation entre le cours de bourse et la valeur des titres, obligeant les émetteurs à dévoiler les faits non publics susceptibles affecter leur évaluation et, donc, le cours de bourse des titres. D'autre part, elle garantit l'égalité de traitement des investisseurs en matière d'information : elle force l'émetteur à dévoiler au marché ces faits importants et l'empêche de procéder de manière sélective, en privilégiant des investisseurs ou contacts particuliers.

Par ce biais, le droit boursier régit sans ambages les informations essentielles qui doivent être mises à disposition de tous les investisseurs. Il supprime donc toute marge de manœuvre au conseil d'administration dans sa stratégie de communication, sur les faits qui relèvent de la publicité événementielle.

4. Interdiction des opérations d'initiés

Sous l'angle de la diffusion de l'information, comme nous le verrons plus en détail ultérieurement¹⁴⁵⁷, l'interdiction des opérations d'initiés a notamment pour but de garantir l'égalité de traitement des investisseurs. Elle interdit aux initiés, en particulier aux membres du conseil d'administration et autres dirigeants sociaux, ainsi

¹⁴⁵⁶ Art. 161^{bis} CP.

¹⁴⁵⁷ Voir *infra* p. 286 ss.

qu'aux personnes qui ont bénéficié d'un « tuyau » d'initiés (les *tipees*), d'utiliser dans leur propre intérêt, ces informations confidentielles sans les partager avec le public. La maxime *disclose or abstain* explicite le rôle de cette interdiction¹⁴⁵⁸ : l'initié peut réaliser les opérations qu'il veut à condition de partager ses informations. S'il n'entend pas les dévoiler, il doit renoncer à toute transaction.

Dans le cadre des *investor relations*, cette interdiction interagit avec l'obligation de publicité événementielle : ces deux prescriptions renforcent la transparence et l'égalité de traitement sur le marché, la répression pénale des opérations d'initiés incitant ainsi le conseil d'administration à dévoiler les informations non publiques susceptibles d'influencer les cours.

III. Informations supplémentaires lors d'offres publiques d'acquisition

Lors d'offres publiques d'acquisition, le conseil d'administration peut être tenté d'avoir recours aux *investor relations*, afin de convaincre ses actionnaires de conserver leurs titres. Il aimerait obtenir leurs votes, en particulier, lorsque l'offre est accompagnée d'un *proxy fight*. Il peut aussi déployer des efforts plus ciblés, afin d'obtenir l'appui d'investisseurs importants. Lors d'offres amicales, le conseil d'administration tente de persuader les actionnaires de leur opportunité, comme il le ferait lors des autres fusions et acquisitions pour lesquels ils sont compétents.

Le droit suisse n'oblige pas expressément l'offrant ou le conseil d'administration à se limiter aux seules informations dévoilées dans le prospectus d'offre ou le rapport du conseil d'administration¹⁴⁵⁹. Cette règle se déduit toutefois des prescriptions sur leur contenu. Ils doivent publier toutes les informations nécessaires à la décision des actionnaires, ainsi que toutes les informations ayant influencé sa prise de position¹⁴⁶⁰. *A contrario*, ils ne devraient plus détenir d'informations supplémentaires utiles pour juger de l'opportunité de l'offre (sous réserve d'éventuels secrets d'affaires). A défaut, ne serait-ce qu'en raison de la survenance de faits nouveaux, le conseil d'administration est obligé de corriger la version initiale du document par un rapport complémentaire et non par une simple campagne d'information¹⁴⁶¹.

¹⁴⁵⁸ Voir, en droit américain, *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980) ; *SEC v. Texas Gulf Sulphur CO*, 401 F.2d. 833 (2nd Cir. 1968) ; *In re Cady, Roberts & Co*, 40 SEC 907 (1961).

¹⁴⁵⁹ TSCHÄNI (1998a), p. 230. Contrairement au droit français qui prévoit expressément qu'en principe « les sociétés concernées limitent les informations qu'elles diffusent aux éléments contenus dans les avis publiés par la [Bourse] ou dans les notes d'informations [c'est-à-dire l'équivalent du prospectus d'offre et du rapport du conseil d'administration] ». Art. 7 al. 2 Règl. COB n° 2002-04 ; VIANDIER (1999), nos 1894-1897 et 2028.

¹⁴⁶⁰ Voir l'art. 29 al. 1, 2 et 4 OOPA.

¹⁴⁶¹ Voir la Recommandation de la Commission des OPA du 27 avril 2000, *Tsufa AG/Big Star Holding AG*, consid. 1.2.

Cette règle vise exclusivement le contenu de l'information. Elle ne lui interdit pas de recourir à des moyens de communication supplémentaires. A la forme, sous réserve des règles générales, il peut interagir librement avec les investisseurs¹⁴⁶². Contrairement au City Code on Takeovers and Mergers¹⁴⁶³, le droit suisse ne régit pas expressément la loyauté de la communication relative à ce domaine. Toutefois, les principes généraux des offres publiques d'acquisition et les mesures de défense, continuent à s'appliquer¹⁴⁶⁴. L'offrant et le conseil d'administration doivent toujours respecter les principes de loyauté et d'égalité de traitement.

En plus d'une information dédiée au public, le conseil d'administration et la direction de la société cible peuvent démarcher des investisseurs déterminés directement ou par l'entremise de leurs conseillers, ce qui ne cause pas de problème particulier, s'il ne leur communique pas d'informations supplémentaires ou plus denses¹⁴⁶⁵. Toutefois, si, suite à ces entretiens et malgré la règle énoncée ci-dessus, de nouvelles informations venaient à être dévoilées, il aurait l'obligation de les rendre publiques immédiatement¹⁴⁶⁶.

§ 4 Information sur demande

Le droit au renseignement et à la consultation des documents sociaux forme la deuxième couche d'informations. Il permet à tout actionnaire de demander des renseignements complémentaires afin de compléter les informations périodiques et les informations spontanées résultant du droit boursier et du droit des sociétés. En d'autres termes, il donne aux actionnaires un outil pour réparer les violations des obligations d'information du conseil d'administration : si ce dernier leur communique une information incomplète ou confuse, ils peuvent obtenir des éclaircissements par ce moyen.

Plus précisément, ce droit permet à tout actionnaire de demander lors de l'assemblée générale des renseignements au conseil d'administration sur les affaires de la société et à l'organe de révision sur l'exécution et le résultat de sa vérification¹⁴⁶⁷. La société peut refuser de donner suite à la demande, dans deux cas de figure : premièrement, lorsque l'information n'est pas nécessaire à l'exercice des droits de l'actionnaire¹⁴⁶⁸. Deuxièmement, si sa diffusion compromet le secret des affaires ou

¹⁴⁶² TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 18.

¹⁴⁶³ Rule 19 du City Code on Takeovers and Mergers.

¹⁴⁶⁴ TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 18 ; TSCHÄNI (1998a), p. 230.

¹⁴⁶⁵ Voir la Rule 19.5 du City Code on Takeovers and Mergers.

¹⁴⁶⁶ Voir la Note 2 de la Rule 19.5 du City Code on Takeovers and Mergers. Voir également BÖCKLI (1996), no 1660h.

¹⁴⁶⁷ Art. 697 al. 1 CO.

¹⁴⁶⁸ Art. 697 al. 1 CO.

d'autres intérêts sociaux dignes de protection¹⁴⁶⁹. Nous reviendrons ultérieurement sur cette deuxième limite¹⁴⁷⁰.

En droit des sociétés anonymes, le droit au renseignement est un droit individuel et autonome¹⁴⁷¹. Tout actionnaire en dispose, indépendamment de l'importance de sa participation et, dès qu'il se prévaut d'un intérêt juridiquement protégé à recevoir l'information, elle devient nécessaire à l'exercice de ses droits¹⁴⁷². Autrement dit, le conseil d'administration est tenu de répondre à une demande de renseignements, si elle se rapporte aux affaires de la société, à l'exercice du droit de vote (y compris le vote de décharge), aux droits financiers ou au droit de transférer les actions¹⁴⁷³.

Le droit au renseignement a donc une large portée : il ne se limite pas à informer les actionnaires, membres de l'assemblée générale, pour qu'ils exercent leurs droits de contrôle sur le conseil d'administration et la gestion sociale. Il les informe des conséquences de leur vote. Il occupe même une fonction liée aux marchés des capitaux : il permet aux actionnaires, investisseurs, d'évaluer leurs actions afin qu'ils puissent les céder à des conditions équitables¹⁴⁷⁴.

Dans le domaine des fusions et acquisitions, l'arrêt *Haemmerli (communauté héréditaire) c. EMS-Chemie Holding AG et Président du Tribunal de district d'Imboden* a, à raison, retenu que l'évaluation des deux sociétés parties à une fusion relevait des affaires sociales. Partant, tout actionnaire a un intérêt légitime à disposer de renseignements sur la valeur de rendement des entreprises, l'évaluation des brevets et des participations ainsi que des bases de calculs utilisées, non seulement par rapport à sa société, mais aussi par rapport à son partenaire¹⁴⁷⁵.

¹⁴⁶⁹ Art. 697 al. 2 CO.

¹⁴⁷⁰ Voir *infra* chapitre 6 § 5.

¹⁴⁷¹ WEBER (2002), ad art. 697 CO, nos 1 et 2 ; RAPP (2001), p. 67. arrêt du Tribunal fédéral du 25 juin 1986, *P.V. Papeterie de Versoix c. Callahan N.V. et Procureur général du canton de Genève*, ATF 112 II 145, SJ 1987 113, consid. 2a, p. 115 ; arrêt du Tribunal fédéral du 3 mai 1983, *Haemmerli (communauté héréditaire) c. EMS-Chemie Holding AG et Président du Tribunal de district d'Imboden*, ATF 109 II 47, JT 1984 I 52, consid. 2, p. 53-54 ; Implicitement, l'arrêt du Tribunal fédéral du 18 février 1969, *Société coopérative pour la protection des actionnaires privés du BLS c. Société du chemin de fer des Alpes bernoises Berne-Loetschberg-Simplon*, ATF 95 II 157 ; JT 1970 I 344 ; arrêt du Tribunal fédéral du 19 mars 1956, *M. et N. c. Société anonyme X.*, ATF 82 II 216, JT 1957 I 124.

¹⁴⁷² RAPP (2001), p. 67-68 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 40, no 172 ; WEBER (2002), ad art. 697 CO, no 7.

¹⁴⁷³ RAPP (2001), p. 68 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 40, no 169.

¹⁴⁷⁴ WEBER (2002), ad art. 697 CO, nos 6-7 ; Le Message concernant la révision du droit des sociétés anonymes du 23 février 1983, p. 163 évoque expressément le rôle du droit au renseignement pour permettre la vente des actions. Comp. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 40, no 171, qui semble limiter l'étendue de l'information avec les objets à l'ordre du jour de l'assemblée et l'arrêt du Tribunal fédéral du 19 mars 1956, *M. et N. c. Société anonyme X.*, ATF 82 II 216, consid. 2, p. 222, JT 1957 I 124 considérant que des renseignements destinés à permettre d'augmenter la valeur vénale de toutes les actions n'était pas « en soit contraire à l'intérêt général des actionnaires ».

¹⁴⁷⁵ Arrêt du Tribunal fédéral du 3 mai 1983, *Haemmerli (communauté héréditaire) c. EMS-Chemie Holding AG et Président du Tribunal de district d'Imboden*, ATF 109 II 47, JT 1984 I 52, consid. 3c, p. 56.

Toutefois, il ne peut, en principe, demander des renseignements que sur des questions générales comme l'appareil de production, ses coûts, la politique des prix et des ventes, sans avoir accès à des éléments de détails¹⁴⁷⁶. Cette limite ne vaut cependant pas lorsque sa demande se rapporte à une violation de l'égalité de traitement¹⁴⁷⁷ ou à une transaction importante par rapport à la situation financière ou le contrôle de la société¹⁴⁷⁸.

A la forme, le droit au renseignement ne peut être exercé qu'à l'assemblée générale. Plus précisément, le conseil d'administration, ou le cas échéant l'organe de révision, n'est tenu de répondre aux questions qu'à ce moment-là. Toutefois, d'un point de vue pratique, les actionnaires ont intérêt à annoncer à l'avance leurs questions, s'ils veulent recevoir une réponse détaillée à des questions sortant du cadre de l'ordre du jour¹⁴⁷⁹.

Comme le droit au renseignement ne conduit pas à une prise de décision de l'assemblée générale, il ne doit pas être inscrit à l'ordre du jour. En revanche, la question et la réponse du conseil d'administration doivent être retranscrites au procès-verbal¹⁴⁸⁰. Ces deux règles garantissent l'égalité des actionnaires dans l'information. D'ailleurs, plus généralement, comme nous l'avons vu, si le conseil entend répondre à des demandes de renseignements en dehors de l'assemblée générale, il doit veiller au respect de ce principe¹⁴⁸¹.

En cas de refus injustifié, l'actionnaire peut saisir le juge pour qu'il condamne la société à lui remettre les informations requises¹⁴⁸². Il a aussi la possibilité de demander à l'assemblée générale d'instaurer un contrôle spécial et, en cas de refus, s'il détient assez d'actions, il a aussi la possibilité d'intenter une action judiciaire dans ce sens¹⁴⁸³.

¹⁴⁷⁶ Voir l'arrêt de la Cour de justice du Canton de Genève du 23 janvier 1992, X c. Z. et Dames Z., SJ 1992 338, consid. 3e, p. 340 ; KUNZ (2001), § 12, no 19 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 40, no 174 ; WEBER (2002), ad art. 697 CO, no 9 ; THÉVENOZ (1993), p. 60.

¹⁴⁷⁷ Dans l'arrêt de la Cour de justice du Canton de Genève du 23 janvier 1992, X c. Z. et Dames Z., SJ 1992 338, consid. 5, p. 42-43, l'actionnaire fut autorisé à obtenir le détail des postes relatifs aux frais de voyages, de réception, de séjours, de défilés et d'expositions liés à une activité de luxe au motif que ces frais pouvaient certes être justifiés par l'activité de la société, mais pouvaient également servir à couvrir des dépenses personnelles des administrateurs ou des actionnaires sans rapports avec l'activité de la société.

¹⁴⁷⁸ KUNZ (2001), § 12, no 19, note 68. RAPP (2001), p. 69, note qu'en réalité cette restriction se confond en bon droit avec la protection du secret des affaires.

¹⁴⁷⁹ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 40, no 167 ; WEBER (2002), ad art. 697 CO, no 4. Sinon le conseil d'administration peut retarder sa réponse le temps de recueillir les éléments de fait nécessaires. FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 40, no 167. Toutefois, il doit être prêt à répondre aux questions relatives aux points à l'ordre du jour et, dans ce cas, il ne saurait en principe retarder sa réponse faute de renseignements.

¹⁴⁸⁰ Art. 702 al. 2 ch. 3 CO.

¹⁴⁸¹ Voir *supra* p. 275 ss.

¹⁴⁸² Art. 697 al. 4 CO.

¹⁴⁸³ Art. 697a ss CO.

En synthèse, dans son principe, le droit au renseignement des actionnaires est très étendu. Toutefois, il est limité par les modalités de son exercice : il ne peut être exercé qu'à l'assemblée générale et, par conséquent, les actionnaires investisseurs ne peuvent pas l'utiliser pendant l'exercice pour se renseigner sur la marche des affaires. Plus substantiellement, la portée de ce droit est aussi restreinte par le secret des affaires et par l'intérêt de la société à la confidentialité que nous allons examiner dans la prochaine section.

§ 5 Limite générale du devoir d'information : le secret des affaires

1. Notion

Le droit au secret des affaires de la société limite les devoirs d'information du conseil d'administration : elle a un intérêt légitime à ce que certaines informations restent confidentielles, afin de se protéger elle-même (notamment, contre ses concurrents)¹⁴⁸⁴ ou pour respecter une obligation légale ou contractuelle (par exemple, le secret bancaire)¹⁴⁸⁵.

Or, bien que les actionnaires soient les propriétaires économiques du patrimoine social, la société ne peut pas leur confier ses secrets sans les révéler au public¹⁴⁸⁶. Ce problème est exacerbé dans une société cotée : les actionnaires ne forment pas un cercle limité de personnes ; tout le monde peut acquérir une action en bourse.

Au fond, le secret des affaires est une notion indéterminée. Selon le Tribunal fédéral, il comprend « *tous les faits que l'intérêt légitime de la société commande de ne pas divulguer* »¹⁴⁸⁷. Son étendue est délimitée par une pesée des intérêts entre le besoin légitime d'information des actionnaires et celui de la société à conserver le secret. Lors des fusions et acquisitions, opérations susceptibles de léser les intérêts ou les droits des actionnaires, la société peut plus difficilement se prévaloir de son se-

¹⁴⁸⁴ Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 19 mars 1956, *M. et N. c. Société anonyme X.*, ATF 82 II 216, consid. 2, p. 222, JT 1957 I 124, p. 126, concernant la valeur d'une participation dans une société active dans un pays étranger qui disposait d'une position de monopole et faisait, à ce titre, l'objet d'attaques violentes, pour paraphraser le Tribunal fédéral.

¹⁴⁸⁵ WENNINGER (1983), p. 102-120.

¹⁴⁸⁶ KUNZ (2001), § 12, no 14 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 40, no 148 ; WENNINGER (1983), p. 95.

¹⁴⁸⁷ Arrêt du Tribunal fédéral du 19 mars 1956, *M. et N. c. Société anonyme X.*, ATF 82 II 216, consid. 2, p. 222 ; JT 1957 I 124, p. 126 ; RAPP (2001), p. 70 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 40, no 148.

cret d'affaires¹⁴⁸⁸. En tout état de cause, elle ne peut jamais l'invoquer de façon générale et abstraite. Elle doit rendre vraisemblable l'existence du danger qui menace ses intérêts¹⁴⁸⁹.

II. Secret des affaires lors des fusions et acquisitions

Lors des fusions et acquisitions, les actionnaires ont un intérêt manifeste à recevoir une information complète et exacte. Ces opérations affectent leur position au sein de la société, ou du moins, la valeur de leurs actions. Leur annonce entraîne des fortes variations de cours. Ils ressentent donc un besoin de connaître l'existence de ces opérations, ne serait-ce que pour veiller à la valeur de leur investissement¹⁴⁹⁰. Plus encore, compte tenu de l'importance de ces transactions, ils ont un besoin d'informations afin de contrôler les choix des dirigeants sociaux, soit par l'exercice de droit de vote sur le projet, soit par les droits de contrôle.

Ces intérêts des actionnaires se heurtent à celui de la société à préserver le secret entourant les fusions et acquisitions, ces opérations éminemment sensibles. Elles sont rares et revêtent une importance stratégique. Il est donc légitime que le conseil d'administration et la direction veuillent les planifier puis les négocier en secret. Ce besoin prend une importance cruciale, lorsqu'une société planifie une offre publique d'acquisition hostile : elle veut conserver l'effet de surprise et éviter que la cible prenne des mesures de défense ou cherche un autre acquéreur.

Par ailleurs, le secret des affaires couvre non seulement le principe même d'une opération, mais aussi des éléments connexes. Traditionnellement, les réserves latentes et leur caractère confidentiel¹⁴⁹¹ formaient un écueil important lors des fusions et acquisitions pour les actionnaires désireux de juger le bien-fondé du rapport d'échange¹⁴⁹². Cette problématique ne concerne plus les sociétés cotées qui sont désormais tenues par le règlement de cotation de présenter leurs comptes selon le principe de *true and fair view*¹⁴⁹³.

Néanmoins, le secret des affaires peut être invoqué dans d'autres domaines. Lors d'un regroupement d'entreprises, par exemple, des renseignements sur l'inté-

¹⁴⁸⁸ Arrêt du Tribunal fédéral du 3 mai 1983, *Haemmerli (communauté héréditaire) c. EMS-Chemie Holding AG et Président du Tribunal de district d'Imboden*, ATF 109 II 47, JT 1984 I 52, consid. 3b, p. 56 ; RAPP (2001), p. 70 ; REYMOND (1994), p. 3 ; WENNINGER (1983), p. 241.

¹⁴⁸⁹ Arrêt du Tribunal fédéral du 3 mai 1983, *Haemmerli (communauté héréditaire) c. EMS-Chemie Holding AG et Président du Tribunal de district d'Imboden*, ATF 109 II 47, JT 1984 I 52, consid. 3b, p. 56.

¹⁴⁹⁰ Voir STEHLI (1975), p. 141.

¹⁴⁹¹ Voir sur les réserves latentes, *supra* p. 244.

¹⁴⁹² Voir, par exemple, STEHLI (1975), p. 146–150. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 3 mai 1983, *Haemmerli (communauté héréditaire) c. EMS-Chemie Holding AG et Président du Tribunal de district d'Imboden*, ATF 109 II 47, JT 1984 I 52, consid. 3c, p. 56 ; arrêt du Tribunal fédéral du 19 mars 1956, *M. et N. c. Société anonyme X.*, ATF 82 II 216, consid. 2, p. 222 ; JT 1957 I 124, p. 126.

¹⁴⁹³ Art. 66 RC.

gration des entreprises peuvent dévoiler des faits confidentiels sur les coûts de production ou sur certaines technologies. Dans ce cas, la société peut refuser de renseigner les actionnaires, pour autant qu'elle leur communique les informations nécessaires à l'évaluation¹⁴⁹⁴.

III. Corollaires du secret : obligation de confidentialité et interdiction du délit d'initié

A. Obligation de confidentialité

1. Principe

Le secret des affaires limite le devoir d'information du conseil d'administration non pas pour libérer les dirigeants sociaux du contrôle des actionnaires, mais pour éviter de causer un dommage à la société. C'est pourquoi la doctrine déduit un devoir de confidentialité des devoirs de diligence et de fidélité.

Cette obligation leur interdit de communiquer les secrets à des tiers à moins que la gestion des affaires sociales l'exige¹⁴⁹⁵. Elle s'applique à toutes les informations propres à la société, données financières, stratégie commerciale, négociations de contrats en cours, relations d'affaires et composition de son actionnariat, si leur divulgation est susceptible de lui causer un dommage¹⁴⁹⁶. Elle empêche leur communication non seulement à des tiers étrangers à l'entreprise, mais aussi à d'autres dirigeants sociaux qui n'en ont pas besoin¹⁴⁹⁷.

L'obligation de confidentialité n'empêche pas en revanche les dirigeants de remettre des informations confidentielles à des prestataires de services externes, avocats ou conseillers financiers, afin qu'ils puissent exécuter leur mandat¹⁴⁹⁸. Les dirigeants doivent alors prendre des mesures pour que ces derniers veillent à leur tour au secret. Ces mesures peuvent, certes, être réduites au minimum lorsque le

¹⁴⁹⁴ Arrêt du Tribunal fédéral du 3 mai 1983, *Haemmerli (communauté héréditaire) c. EMS-Chemie Holding AG et Président du Tribunal de district d'Imboden*, ATF 109 II 47, JT 1984 I 52, consid. 3c, p. 56.

¹⁴⁹⁵ KRNETA (2001), ad art. 717 CO, nos 1900 ss ; BÖCKLI (1996), no 1648 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, nos 40–42 ; WENNINGER (1983), p. 136 ss.

Le conseil d'administration est également compétent pour libérer une personne de ses devoirs de confidentialité. KRNETA (2001), ad art. 717 CO, no 1904 ; BÖCKLI (1996), no 1650. Contrairement à HOMBURGER (1997), ad art. 717 CO, no 843, nous sommes d'avis qu'une décision formelle du conseil d'administration n'est pas nécessaire pour libérer un administrateur ou un dirigeant social de son obligation de confidentialité. Notre analyse est cohérente avec l'approche suivie en droit européen par l'art. 3(a) *in fine* de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) du 28 janvier 2003.

¹⁴⁹⁶ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, nos 40 ss.

¹⁴⁹⁷ KRNETA (2001), ad art. 717 CO, no 1904.

¹⁴⁹⁸ KRNETA (2001), ad art. 717 CO, no 1904 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 28, no 50 ; WENNINGER (1983), p. 264–267.

conseiller est tenu à un secret professionnel, y compris celui du banquier. Dans les autres cas, ils doivent exiger un engagement de confidentialité et, si le conseiller est une organisation, ils peuvent même être amenés à délimiter en son sein le cercle des personnes auxquelles les informations peuvent être communiquées¹⁴⁹⁹.

2. Devoir de prendre des mesures pour garantir la confidentialité

Le devoir de confidentialité ne se limite pas à interdire la divulgation d'informations secrètes, mais oblige aussi les membres du conseil d'administration à prendre des mesures organisationnelles pour éviter des fuites¹⁵⁰⁰. Cette deuxième composante revêt une importance particulière lors des fusions et acquisitions, parce que les informations sont alors très sensibles et le risque de délit d'initiés exacerbé. Le conseil d'administration ou, du moins, le groupe chargé de préparer la transaction est donc tenu de prendre des mesures pour conserver son caractère confidentiel¹⁵⁰¹.

Il doit informer ses subordonnés du caractère confidentiel des informations qui leur sont communiquées. De plus, il doit s'efforcer de restreindre le cercle des personnes informées, car le risque de fuite croît en effet proportionnellement au nombre d'individus impliqués dans le projet.¹⁵⁰²

Il peut prendre d'autres mesures pour conserver le secret. Par exemple, il peut établir une liste des personnes auxquelles certaines informations peuvent être transmises ou recourir à des noms de codes. Bien que ce dispositif relève davantage de la lutte contre les opérations d'initiés que de la protection du secret, il peut, comme le préconise le Code suisse de bonne pratique, interdire à certains employés de procéder à des transactions boursières sur les titres de la société¹⁵⁰³.

B. Interdiction des opérations d'initiés

1. Fondements

L'interdiction des opérations d'initiés est un corollaire du devoir de confidentialité. Elle prohibe l'usage d'informations non publiques propres à une société et consti-

¹⁴⁹⁹ L'exigence systématique d'un engagement de confidentialité écrit, préconisée par KRNETA (2001), ad art. 717 CO, no 1900, nous paraît excessive.

¹⁵⁰⁰ TEWLIN (2002), p. 79 ; KRNETA (2001), ad art. 717 CO, no 1900 ; BÖCKLI (1996), no 1572. Voir le Message concernant la modification du code pénal (Opérations d'initiés) du 1^{er} mai 1985, FF 1985 II 80 qui considère que la diligence et la fidélité supposent également un devoir d'éviter les délits d'initiés.

¹⁵⁰¹ Voir BÖCKLI (1989), p. 94–95, qui souligne l'importance de prendre des mesures pour éviter la commission de délits d'initiés.

¹⁵⁰² KRNETA (2001), no 1904.

¹⁵⁰³ Ch. 17 Code suisse de bonne pratique ; TEWLIN (2002), p. 79–82 et le tableau annexé ; BÖCKLI (1989), p. 136–140.

tue une forme particulière de la protection du secret d'affaires¹⁵⁰⁴. Pour faire une analogie avec les droits réels, les dirigeants sociaux comme toutes les personnes tenues au devoir de confidentialité¹⁵⁰⁵, sont des possesseurs dérivés de ces informations. Ils exercent la maîtrise effective sur elles, mais ils n'en sont pas pour autant les propriétaires. Lorsqu'ils les utilisent dans leur propre intérêt, ils s'approprient illicitement ces informations, comme un détenteur qui utiliserait la chose confiée à son profit¹⁵⁰⁶. Ce principe prévaut bien que la société ne subisse aucun dommage.

Parallèlement, l'égalité de traitement des investisseurs constitue le second fondement de cette interdiction. Lors d'opérations d'initiés, un groupe d'investisseurs, les « initiés », bénéficie d'un avantage injustifié¹⁵⁰⁷ : ils profitent d'informations inconnues des autres. Toutefois, ce principe n'est pas déterminant pour délimiter l'étendue de ce devoir. En effet, l'interdiction des opérations d'initiés ne garantit pas l'égalité absolue en matière d'accès à l'information, elle prohibe seulement l'utilisation abusive d'informations confidentielles¹⁵⁰⁸. En d'autres termes, si l'inter-

¹⁵⁰⁴ Voir le titre marginal « exploitation de faits confidentiels » de l'art. 161 CP. LASCOUMES/SANSONNETTI (1988), p. 227. Voir FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 30, no 57, qui traitent le délit d'initié comme une violation crasse du devoir de confidentialité réprimée pénalement. Voir aux Etats-Unis, DOOLEY (1995), p. 775, qui relève la proximité entre l'interdiction des opérations d'initiés et la protection légale accordée aux secrets de fabrication et au secret commercial. D'un point de vue systématique, en droit suisse, le code pénal place ce délit juste avant la disposition réprimant la violation de ces secrets.

¹⁵⁰⁵ A notre sens, cette notion est plus large que le cercle des personnes tenues à un devoir de fidélité. Elle comprend aussi des tiers, notamment des membres d'autorités, des fonctionnaires et des auxiliaires.

¹⁵⁰⁶ Voir le Message concernant la modification du code pénal (Opérations d'initiés) du 1^{er} mai 1985, FF 1985 II 67. TRIGO TRINDADE (1999), p. 404 ; BÖCKLI (1989), p. 29–30. Voir KRAAKMAN (1991), p. 44–45 ; VIANDIER (1991), p. 61 ss. Voir, en droit américain, la théorie dite de la « *misappropriation* » retenue dans l'arrêt de la Cour suprême, *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997) et, dans une situation analogue au délit d'initié, dans *Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19 (1987).

¹⁵⁰⁷ Arrêt du Tribunal fédéral du 13 octobre 1992, *A., B., C., D., E., sieur Z.*, ATF 118 Ib 448, consid. 6.b.cc, 456 ; TRIGO TRINDADE (1999), p. 407 ; TRECHSEL (1997), ad art. 161 CP, no 2 ; PACHE (1994), p. 29 ; BÖCKLI (1989), p. 29–30.

Ce point de vue semble être le fondement de l'approche du droit européen. Voir la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), en particulier les consid. 2 et 15 et consid. 4 et 5 de la directive 89/592/CEE du conseil du 13 novembre 1989 concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, J.O.C.E. L 334 du 13 novembre 1989, p. 30, abrogée par la directive 2003/6/CE précitée.

Le droit français est cohérent avec ce système et punit en plus des initiés classiques toute personne qui utilise des informations qu'elle sait confidentielles. Art. L. 465–1 al. 3 C. mon. et fin.

Voir les observations critiques de KRAAKMAN (1991), p. 40–41 ; VIANDIER (1991), p. 60.

¹⁵⁰⁸ LASCOUMES/SANSONNETTI (1988), p. 227. Cette conséquence résulte de l'arrêt du Tribunal fédéral du 24 mars 1993, *Ministère public du Canton de Zurich. X.*, ATF 119 IV 39, consid. 3a, p. 44. Voir, en droit américain, *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980) (excluant l'applicabilité de la théorie de l'égalité d'accès). Voir aussi NOBEL (2002), § 15, no 56, selon qui le délit d'exploitation de faits confidentiels constitue une infraction hybride plutôt qu'une pure infraction de droit des marchés de capitaux. *Contra* BÖCKLI (1989), p. 29 ; SCHMID (1988), no 79.

diction des opérations d'initiés protège l'égalité d'accès à l'information, ce dernier n'est pas son fondement conceptuel.

2. En droit pénal

Jusqu'à récemment, le droit suisse s'est attaqué à la problématique des opérations d'initiés par les instruments du droit pénal. Ainsi, commet un délit :

« Celui qui (...) aura obtenu pour lui-même ou pour un tiers un avantage pécuniaire, soit en exploitant la connaissance qu'il a d'un fait confidentiel dont il est prévisible que la divulgation exerce une influence notable sur le cours d'actions (...), négociés[es] en bourse, soit en portant un tel fait à la connaissance d'un tiers. »¹⁵⁰⁹

Le tiers à qui le fait est communiqué et qui, « par l'exploitation de cette information, obtient pour lui-même ou pour un tiers un avantage pécuniaire »¹⁵¹⁰ se rend aussi coupable de cette infraction.

Comme la répression des opérations d'initiés est liée à l'utilisation abusive d'information confidentielle, cette infraction est un délit dit propre pur. Seules les personnes énumérées dans la disposition, c'est-à-dire les membres du conseil d'administration, de la direction, de l'organe de révision, les mandataires de la société, les membres d'autorités et les fonctionnaires et les auxiliaires de toutes ces personnes, ainsi que celles bénéficiant directement ou indirectement d'informations privilégiées¹⁵¹¹, peuvent être punies pour l'utilisation ou la communication d'informations confidentielles¹⁵¹². Toute autre personne peut les utiliser librement, bien que, de ce fait, elle bénéficie d'un avantage sur les autres investisseurs.

Toutefois, cette norme n'a qu'une portée pratique limitée. Conformément au principe de droit pénal *nulla poena sine lege*, le Tribunal fédéral l'interprète restrictivement. Il limite la notion de « faits analogues d'importance comparable » aux opérations qui déploient un effet notable sur le bilan ou sur la structure de la société¹⁵¹³. Cette lecture de la loi exclut du champ de la norme les transactions

¹⁵⁰⁹ Art. 161 ch. 1 CP.

¹⁵¹⁰ Art. 161 ch. 2 CP.

¹⁵¹¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 24 mars 1993, *Ministère public du Canton de Zurich*. X, ATF 119 IV 39, consid. 3a, p. 43, n'a pas déterminé si le tiers bénéficiaire doit avoir reçu l'information d'un initié qui viole intentionnellement son devoir de confidentialité. Comp. *Dirks v. Securities Exchange Commission*, 463 U.S. 646.

¹⁵¹² Seules des personnes qui ont un devoir de confidentialité à l'égard de la société comme les dirigeants, mandataires, réviseurs externes et leurs auxiliaires et les tiers auxquels ils remettent des informations sont tenus par l'interdiction des opérations d'initiés (les membres d'autorités et les fonctionnaires sont liés par leur secret de fonction). NOBEL (2002), § 15, no 56 ; TRECHSEL (1997), ad art. 161 CP, no 3 ; BÖCKU (1989), p. 30. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 24 mars 1993, *Ministère public du Canton de Zurich*. X, ATF 119 IV 39, consid. 3a, p. 43.

¹⁵¹³ Arrêt du Tribunal fédéral du 21 décembre 1992, *X Corp. c. Office fédéral de la police*, ATF 118 Ib 547, consid. 4.e.cc, p. 559, JT 1993 IV 191 (rés.), SJ 1993 337 (rés.), consid. 4e, p. 339 (la diminution du rendement net pour un trimestre n'est pas un fait analogue d'une importance comparable) ; arrêt du Tribunal fédéral du 5 mars 2001, *Office fédéral de la justice c. X et Y*, 1A.325/2000,

d'initiés fondées sur toute autre information, notamment une baisse importante de la rentabilité de la société¹⁵¹⁴. Elle écarte même des transactions commerciales importantes qui ne modifient pas fondamentalement la structure de la société¹⁵¹⁵. La protection du marché est donc limitée, même dans des cas manifestes d'opérations d'initiés.

Cette interprétation restrictive ne concerne cependant pas les fusions et acquisitions qui constituent des rapprochements d'entreprises, ou du moins des faits ayant un effet notable sur la structure du bilan, sur le plan interne ou externe. Les membres du conseil d'administration commettent donc un délit d'initié, lorsqu'ils effectuent des transactions boursières sur la base d'informations relatives à des fusions et acquisitions ou lorsqu'ils les communiquent à des tiers.

3. En droit de la surveillance boursière

Il existe un consensus, sur le plan international et européen, selon lequel l'efficacité du marché et la protection des investisseurs requièrent de garantir l'égalité des investisseurs en relation avec la communication de toutes les informations non publiques susceptibles d'avoir un effet matériel sur le cours des actions. Par ailleurs, selon ce consensus, la plupart des ordres juridiques préfèrent traiter les délits d'initiés principalement sous l'angle de la surveillance administrative des marchés¹⁵¹⁶.

Or, le droit de la surveillance boursière suisse ne régit pas expressément les opérations d'initiés. C'est pourquoi, afin d'aligner ce droit sur les standards internationaux, la Commission fédérale des banques considère qu'aucune opération d'initié, même celles qui ne répondent pas à la définition de norme pénale, n'est admissible. A son avis, ces comportements ne sont pas compatibles avec la garantie d'une activité irréprochable attendue des dirigeants de banques ou négociants soumis à son autorité¹⁵¹⁷.

Dans le même sens, afin de combler la lacune du droit boursier, la Commission fédérale des banques a manifesté sa volonté de réglementer le comportement des

consid. 3 (la diminution du bénéfice semestriel, en comparaison avec celui de l'exercice précédent, n'est pas un fait analogue d'une importance comparable) ; arrêt du Tribunal fédéral du 15 avril 2002, *S. Establishment c. Commission fédérale des banques*, 2A.567/2001, consid. 6.5.2 (la conclusion d'un contrat de collaboration n'est pas un fait analogue d'une importance comparable).

¹⁵¹⁴ Arrêt du Tribunal fédéral du 21 décembre 1992, *X Corp. c. Office fédéral de la police*, ATF 118 Ib 547, consid. 4.e.cc, p. 559, JT 1993 IV 191 (rés.), SJ 1993 337 (rés.), consid. 4e, p. 339 ; arrêt du Tribunal fédéral du 5 mars 2001, *Office fédéral de la justice c. X et Y*, 1A.325/2000, consid. 3.

¹⁵¹⁵ Arrêt du Tribunal fédéral du 15 avril 2002, *S. Establishment c. Commission fédérale des banques*, 2A.567/2001, consid. 6.5.2.

¹⁵¹⁶ Voir en droit américain, la section 10(b) du Securities Exchange Act 1934 et la Rule 10b-5 permettent à la SEC de prendre des mesures à l'encontre de personnes utilisant des informations d'initiés. En droit européen, l'art. 11 de directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) qui lui a succédé.

¹⁵¹⁷ Rapport de gestion CFB 2001, p. 217 s.

autres participants au marché par un code de conduite¹⁵¹⁸, tandis que la SWX Swiss Exchange envisage d'obliger les émetteurs à annoncer les transactions boursières de leurs organes dirigeants¹⁵¹⁹.

4. En droit privé

En droit privé aussi, les transactions d'initiés sont illicites. L'exploitation d'informations confidentielles constitue une forme d'utilisation sans droit d'actifs sociaux par les dirigeants¹⁵²⁰.

a) Voie de droit de la société

Si les administrateurs et les autres dirigeants sociaux se servent de ces informations dans leur propre intérêt, ils s'approprient un actif de la société et violent leur devoir de fidélité¹⁵²¹. Selon les cas, cette exploitation d'informations confidentielles relatives à une acquisition peut dévoiler le secret ou augmenter le cours de bourse de la cible, ce qui peut faire échouer ou renchérir substantiellement la transaction. Les administrateurs fautifs répondent alors du dommage ainsi causé à la société¹⁵²².

Ce cas de figure est rare : la société, lors de la plupart des opérations d'initié, ne subit pas de dommage, seul le cours de ses titres est affecté. L'action en réparation du dommage ne suffit pas sur le plan civil. Dans le cas de figure typique où le dirigeant social se fonde sur une information d'initiés, la société n'est pas lésée ou, du moins, elle ne l'est qu'indirectement par le dommage à sa réputation qui, au demeurant, est difficile à prouver¹⁵²³.

Toutefois, dans tous les cas, l'administrateur s'est approprié un profit illégitime. Il a utilisé dans son propre intérêt et sans droit des informations appartenant à la sphère juridique de la société. Comme l'a souligné VON GREYERZ, ce comportement

¹⁵¹⁸ Rapport de gestion CFB 2001, p. 217 s. et le Projet de Circulaire de la Commission fédérale des banques : Règles sur la surveillance sur les comportements abusifs sur les marchés (Règles sur les abus de marché) de décembre 2003.

¹⁵¹⁹ Voir les propositions de modifications du règlement de cotation disponibles sous http://www.swx.com/admission/consultation_dd_fr.html.

¹⁵²⁰ Message concernant la modification du code pénal (Opérations d'initiés) du 1^{er} mai 1985, FF 1985 II 80.

¹⁵²¹ *Ibid.*

¹⁵²² TRIGO TRINDADE (1999), p. 395. Voir l'illustration 13 du Comment to § 5.04 American Law Institute Principles of Corporate Governance, p. 273.

¹⁵²³ Ces transactions lèsent indirectement la société. Si les investisseurs craignent que les dirigeants sociaux se livrent à des opérations d'initiés et profitent de l'asymétrie d'information pour s'enrichir systématiquement à leurs dépens, ils escompteront les pertes liées à ce comportement de leur valorisation des actions de la société. La société devra ainsi encourir des coûts de financement accrus. CLARK (1986), p. 266 ; *Diamond v. Oreamuno*, 248 N.E.2d 910 (N.Y. 1969), p. 912.

répond à la description de la gestion d'affaires sans mandat imparfaite^{1524/1525}. L'initié doit donc lui restituer ses profits.

b) Voie de droit des investisseurs

Par ailleurs, les investisseurs lésés parce qu'ils ont acheté ou vendu leurs titres peuvent également se fonder sur la violation des devoirs précontractuels de l'aliénateur. Ce dernier commet un dol¹⁵²⁶ ou du moins viole une obligation légale de renseigner son cocontractant, lorsqu'il tait une information confidentielle à la base de son opération¹⁵²⁷.

Toutefois, le système boursier repose sur l'intermédiation de négociants en valeurs mobilières et de la bourse elle-même pour rendre anonyme les transactions. Il standardise la formation des contrats et limite au maximum les informations précontractuelles. C'est pourquoi nous ne saurions suivre DESSEMONTEY, lorsqu'il propose d'ouvrir la voie de l'invalidation du contrat de vente ou d'achat de titres contre les opérations d'initiés¹⁵²⁸. Ce contrat entre l'investisseur et son négociant est valable. Le dol d'un tiers ne peut en effet être invoqué que s'il est connu ou doit être connu de l'autre partie¹⁵²⁹.

Compte tenu de la nature du délit d'initié visant à garantir l'égalité d'accès à l'information, cet obstacle d'absence de contact direct peut être surmonté : une opération d'initiés réprimée pénalement constitue un acte illicite et toute personne lésée peut agir contre son auteur^{1530/1531}. Néanmoins, elle doit prouver que les

¹⁵²⁴ Art. 423 CO. Comp. *Diamond v. Oreamuno*, 248 N.E.2d 910 (N.Y. 1969), p. 912. En droit anglais, GOWER/DAVIES (1997), p. 445-446.

¹⁵²⁵ TRIGO TRINDADE (1999), p. 407 et 410 ; DESSEMONTEY (1990), p. 150 ; VON GREYERZ in : C.E.J.E (1984), p. 87-88. L'avant-projet de loi fédérale sur les opérations d'initiés d'octobre 1983 prévoyait d'inclure une disposition expresse (art. 717a CO). Selon le Message concernant la modification du code pénal (Opérations d'initiés) du 1^{er} mai 1985, FF 1985 II 80, faisant apparemment sien l'avis de von Greyerz, il n'était pas nécessaire de prévoir une disposition *ad hoc*, car cette conséquence résulte déjà du droit civil.

¹⁵²⁶ Art. 28 CO.

¹⁵²⁷ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID/REY (1998), no 958 ; SCHÖNLE (1995), p. 34 ; arrêt du Tribunal fédéral du 11 décembre 1998, O.S. c. B., ATF 125 III 86, SJ 1999 I 305, consid. 2c, p. 307-308, note CHAPPUIS ; arrêt du Tribunal fédéral du 6 février 1979, *Escophon AG c. Bank in Langenthal*, ATF 105 II 75, JT 1980 I 66, consid. 2, p. 70.

¹⁵²⁸ Voir DESSEMONTEY (1990), p. 136 en faveur de l'annulation pure et simple de la vente dans les cas de dol, se fondant sur un arrêt du Tribunal fédéral du 1^{er} octobre 1915, *Wylder c. Spar- und Leihkasse Bern*, ATF 41 II 571, consid. 6, p. 575-579, concernant une vente au comptant.

¹⁵²⁹ Art. 28 al. 2 CO. Voir PACHE (1994), p. 77-80 qui réfute la nullité fondée sur l'illégalité de la convention (art. 19/20 CO). En droit anglais, s. 53(1) du Criminal Justice Act 1993 prévoit une règle expresse selon laquelle une opération d'initié n'a pas pour effet de remettre en doute un contrat.

¹⁵³⁰ A notre sens, les réflexions sur la publicité événementielle valent *mutatis mutandis* pour l'initié qui traite en bourse sans dévoiler ses informations confidentielles. Voir *infra* p. 324 ss.

PACHE (1994), p. 89-90 considère qu'il existe un devoir général d'abstention de l'initié dont la violation constitue un acte illicite. En revanche, s'agissant de l'existence d'un devoir d'annoncer, elle estime que l'on ne saurait postuler un devoir d'informer de l'initié, à moins de consacrer une égalité de traitement des actionnaires (art. 717 CO) ou de forcer l'initié à annoncer le fait publi-

conditions de l'action sont remplies. Or, il n'est pas facile d'établir un lien de causalité avec la violation d'un devoir de renseigner, en particulier sous la forme d'une non-information, à moins de se fonder sur des présomptions de fait¹⁵³².

§ 6 Conclusion

Le conseil d'administration est tenu, dans le cadre de ses compétences, d'informer les actionnaires et de s'assurer que la société remplit ses obligations de transparence du droit boursier. Ses devoirs se conjuguent en deux temps : d'abord, il doit des informations générales. Les rapports périodiques, la publicité événementielle et la publicité des participations permettent aux actionnaires de se faire une image complète et fidèle de leur société. Ils peuvent ainsi contrôler les activités des dirigeants, participer aux décisions sociales et choisir d'investir ou de désinvestir.

Ensuite, lorsque les fusions et acquisitions requièrent leur participation, le conseil d'administration doit leur permettre de décider en connaissance de cause et éclairer leur participation à l'assemblée générale lors de fusions ou d'acquisitions d'actifs. Il est aussi tenu d'informer leur choix d'accepter ou refuser une offre publique d'acquisition. Dans ce dernier cas, l'offrant et donc son conseil d'administration doivent aussi renseigner les actionnaires de la société cible et leur dévoiler les informations nécessaires.

D'un point de vue systématique, la réglementation prévue lors d'offres publiques d'acquisition contraste fortement avec les devoirs généraux. Elle est dé-

quement ce qui serait préjudiciable à la société. PACHE (1994), p. 87.

Cette analyse est fallacieuse. La transaction d'initié est déjà une violation de l'obligation de fidélité. Invoquer l'intérêt de la société pour permettre à une personne qui viole son devoir de fidélité d'échapper à une responsabilité à l'égard de tiers est tout simplement aberrant.

Il est aussi possible de construire une obligation précontractuelle à l'égard du public des investisseurs, selon laquelle l'initié ne peut pas utiliser des informations privilégiées, comme la connaissance d'un projet de fusions et acquisitions, pour acheter ou vendre des titres. Voir GOWER/DAVIES (1997), p. 447 qui fonde une action sur la *misrepresentation*, l'équivalent en *common law* des devoirs d'information précontractuels.

D'ailleurs, on notera que la maxime américaine *disclose or abstain* signifie précisément que l'initié doit soit accepter de dévoiler et violer son obligation de fidélité, soit s'abstenir de léser les tiers et la société. Voir CLARK (1986), p. 322, donne également une réponse à l'argument de PACHE.

¹⁵³¹ Voir notamment PACHE (1994), p. 95 ss.

¹⁵³² WATTER (1992), p. 58–59, suggère d'avoir recours à la *fraud on the market theory* développée aux Etats-Unis. Selon cette théorie, toute personne qui vend ou achète des titres de la société faisant l'objet d'une violation d'une obligation d'annoncer du droit boursier, telle qu'une opération d'initié, entre le moment où le fait aurait dû être dévoilé et le moment où la publicité a été faite, est présumé s'être fondé sur l'absence d'information et avoir subi un dommage causé par la violation. Voir notamment le *leading case*, *Blackie v. Barrack*, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975) et la décision de la Cour suprême dans *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988) qui adopte cette théorie ; JENNINGS/MARSH/COFFEE/SELIGMAN (1998), p. 1144 ; CLARK (1986), p. 330 ss.

taillée et explicite, alors que les seconds se fondent simplement sur la diligence et la fidélité. La loi sur la fusion propose un schéma analogue en matière de fusion et scission, mais laisse les grands principes régir les transferts de patrimoine

Par ailleurs, le conseil d'administration peut être tenté de dévoiler volontairement des informations supplémentaires pour mieux « vendre » son projet. Le droit des sociétés et le droit boursier ne s'intéressent pas directement aux *investor relations*, ce recours aux techniques du marketing dans le domaine des relations entre un émetteur et les investisseurs, mais ils fixent un cadre à ces pratiques. En synthèse, elles doivent respecter l'égalité de traitement. Ce principe a dans ce domaine une nature quasi absolue. Tout au plus, la société peut-elle donner des informations privilégiées à un actionnaire qui agirait à un autre titre, comme partenaire commercial ou comme acquéreur. Par ailleurs, les règles sur la publicité événementielle, l'interdiction des opérations d'initiés et des manipulations de cours limitent aussi les *investor relations*.

Si les actionnaires ne sont pas satisfaits des informations remises ou s'ils souhaitent des éclaircissements complémentaires, le droit des sociétés leur confère un droit au renseignement leur permettant d'obtenir lors de l'assemblée générale les précisions nécessaires à l'exercice de leurs droits (y compris le droit de vendre leurs titres). Ce droit se traduit dans l'optique du conseil d'administration en un devoir de les informer sur demande.

Toutefois, ce droit des actionnaires, tout comme l'ensemble des devoirs d'information du conseil d'administration, est limité par l'intérêt social à conserver le secret sur certaines affaires ou seulement des facettes de ces affaires. L'étendue de cet obstacle se détermine par une pesée des intérêts entre le besoin légitime d'information des actionnaires et l'intérêt de la société à conserver le secret. Lors des fusions et acquisitions, il est donc moins étendu que d'ordinaire compte tenu de leur potentiel dommageable.

En tout état de cause, le secret des affaires appartient à la société et non aux membres du conseil d'administration ni aux autres dirigeants sociaux. C'est pourquoi, ces derniers sont tous tenus à un devoir de confidentialité qui, ne se contente pas de leur interdire la divulgation d'informations confidentielles, mais les oblige aussi à prendre des mesures propres à éviter des fuites. De plus, il leur interdit de procéder à des opérations d'initiés, devoir qui est aussi fondé sur le principe d'égalité de traitement des investisseurs. Encore embryonnaire en droit privé et dans le droit de la surveillance des marchés financier, cette interdiction relève essentiellement du droit pénal, dont la jurisprudence a réduit la portée pratique.

En définitive, l'ordre juridique suisse prescrit des devoirs d'informations importants pour le conseil d'administration lors des fusions et acquisitions, malgré l'écueil relatif édifié par le secret des affaires. Toutefois, leur effectivité varie selon les sources : si le droit boursier est connu et respecté par les administrateurs, les devoirs résultant du code des obligations sont moins suivis, sans doute parce que, dans une large mesure, ils ne sont ni explicités dans la loi ni soumis à un véritable

contrôle par les investisseurs, qui demeurent sans moyen ni intérêt de vérifier ces informations. Dans ce sens, l'adoption récente du Code suisse de bonne pratique conduit à un renforcement des usances des conseils d'administration en la matière.

Dès lors, les exigences en matière d'information croissent avec le développement du droit boursier, observation qui vaut aussi dans le domaine des fusions et acquisitions : les offres publiques d'acquisition sont réglées par des prescriptions expresses soumises à la surveillance des instances administratives comme la Commission des OPA et la Commission fédérale des banques. Ces exigences se traduisent donc par une densité marquée de l'information qui contraste avec le caractère lacunaire de celle requise lors de fusions et surtout avec le silence du droit des sociétés concernant les cessions et les acquisitions d'actifs ou d'actions.

CHAPITRE 7 VOIES DE DROIT

§ 1 Introduction

Les voies de droit garantissent aux actionnaires que le conseil d'administration joue son rôle lors des fusions et acquisitions. Or, un examen complet de la problématique de la mise en œuvre de leurs droits sortirait du champ du présent ouvrage. C'est pourquoi notre analyse est volontairement sommaire : elle se contente de passer en revue les principaux axes de ce domaine. Bien que nous ne leur consacrons qu'un unique chapitre, cette problématique revêt une importance fondamentale : sans voie de droit, un devoir reste lettre morte.

I. Aperçu des différentes voies de droit

Deux catégories de voies de droit permettent de contester les actes du conseil d'administration. La première s'attaque à l'opération de fusion ou d'acquisition. Elle ne vise pas l'activité des organes de gestion mais son résultat. La seconde, englobant les actions en responsabilité, permet de rechercher les membres du conseil d'administration. Cette voie, au contraire, ne remet pas en question le fruit de leur travail, elle les oblige seulement à réparer le dommage qu'ils ont causé.

Ces deux types d'actions ont leurs avantages et inconvénients respectifs : l'annulation de l'opération évite les effets néfastes de la violation de devoirs, mais n'a aucune emprise sur les administrateurs. Au contraire, l'action en responsabilité leur fait supporter les conséquences (du moins financières) de la violation de leurs devoirs.

Ce transfert du risque économique des lésés vers l'auteur répare le dommage causé par ces violations¹⁵³³. Il joue aussi un rôle préventif : les responsables potentiels prennent en compte, internalisent dans le jargon économique, les effets de leur comportement sur des tiers.

La fonction réparatrice de l'action en responsabilité est toutefois limitée, car elle se contente d'indemniser les dommages patrimoniaux subis par la victime, sans défaire le passé, ni réparer les atteintes à des droits ou intérêts, comme le droit de vote, dont la dimension financière est limitée ou, du moins, difficilement quantifiable¹⁵³⁴.

¹⁵³³ COOTER/FREEDMAN (1991), *passim*.

¹⁵³⁴ Indéniablement, le droit de vote a une certaine valeur financière, en atteste la différence de prix entre actions et bons de participation. Néanmoins, cette valorisation ne reflète pas nécessairement tout ce que le droit de vote permet de faire.

II. Manque d'effectivité des voies de droit privé et alternatives

Dans la pratique, les actionnaires recourent peu à ces voies de droit, phénomène qui s'explique pour trois motifs : premièrement, les actions judiciaires constituent en réalité la dernière étape du processus de surveillance du conseil d'administration par les actionnaires, marqué dans son ensemble par les problèmes liés à l'action collective et l'apathie rationnelle¹⁵³⁵. Deuxièmement, l'obligation faite à la partie qui introduit l'action d'avancer les frais de justice renforce ce phénomène, nonobstant les exceptions destinées à adoucir cette règle¹⁵³⁶. Enfin, sans doute, une préférence culturelle pour les moyens extrajudiciaires explique aussi ce silence des actionnaires¹⁵³⁷.

Les instances administratives chargées de veiller au respect de la loi compensent ce manque d'effectivité des voies de droit privé. Le préposé au registre du commerce intervient pour surveiller certains aspects du droit des sociétés, tandis que la Commission des offres publiques d'acquisition et la Commission fédérale des banques sont garantes du respect des règles sur les offres publiques d'acquisition.

§ 2 Contestation des fusions et acquisitions

I. En général

Les actionnaires peuvent contester les fusions et acquisitions, viciées par les violations de devoirs du conseil d'administration, à deux niveaux : d'une part, ils ont le droit de contester la validité des décisions sociales à la base de l'opération et l'empêcher d'être menée à terme ou la défaire si elle a été exécutée. D'autre part, les actionnaires peuvent s'attaquer aux contrats, sans remettre en question les décisions internes.

II. Contestation de la décision sociale

Les fusions, les scissions et les transferts d'actifs supposent des décisions sociales que les actionnaires ou la société peuvent contester, afin de remettre en question le

¹⁵³⁵ Voir, sur la problématique de l'action collective et de l'apathie rationnelle, *supra* p. 6.

¹⁵³⁶ Art. 706a al. 3 CO, qui prévoit que le juge répartit librement les frais entre la société et le demandeur en cas de rejet de l'action ; Art. 756 al. 2 CO, qui prévoit que, compte tenu de l'état de fait et de droit, si l'actionnaire avait de bonnes raisons d'agir en responsabilité, le juge répartit les frais selon sa libre appréciation entre le demandeur et la société dans la mesure où il n'est pas tenu de les mettre à la charge de la société.

¹⁵³⁷ TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 446, note 386 ; VON DER CRONE (2000b), *passim*, suggère comme moyen les facteurs liés à la réputation des acteurs.

comportement du conseil d'administration. Cette possibilité n'existe pas lors des prises de contrôle par l'acquisition d'actions, qui ne nécessitent pas l'intervention de la société, puisqu'elles procèdent plutôt par des ventes d'actions. Un actionnaire mécontent ne peut donc pas les contester par les voies du droit des sociétés. Tout au plus, peut-il soumettre à la censure du juge d'éventuelles mesures prises afin de faciliter ou, au contraire, d'éviter la prise de contrôle.

En droit suisse, l'action en annulation constitue la voie classique pour contester toute décision sociale de l'assemblée générale¹⁵³⁸. En revanche, elle n'est pas ouverte contre les actes du conseil d'administration qui ne peuvent être contestés, sous réserve d'exceptionnels cas de nullité¹⁵³⁹.

La loi sur la fusion déroge à ce principe : elle étend l'action en annulation à l'ensemble des opérations qu'elle régit, même celles décidées par le conseil d'administration¹⁵⁴⁰. Par ailleurs, à l'exemple des droits européen et allemand, elle instaure des moyens d'éviter cette conséquence, sans porter préjudice aux actionnaires.

A. Annulation de la décision de l'assemblée générale

1. Conditions de l'action

a) En général

L'action en annulation permet d'annuler en justice les décisions de l'assemblée générale contraires à la loi ou aux statuts¹⁵⁴¹. Tout actionnaire ainsi que le conseil d'administration, qui agit alors au nom de la société, peuvent intenter l'action. Ils doivent agir dans un délai de péremption de deux mois dès l'assemblée générale¹⁵⁴² ou dès la publication de la décision dans la Feuille officielle suisse du commerce, pour les actions fondées sur la loi sur la fusion¹⁵⁴³. Cette action leur permet d'invoquer tant la violation de prescriptions de forme que des moyens fondés sur les principes généraux du droit des sociétés (respect de l'intérêt social, l'égalité de traitement des actionnaires, le principe de proportionnalité)¹⁵⁴⁴. La loi sur la fusion ne change pas cette situation¹⁵⁴⁵, sauf lorsque l'action en examen

¹⁵³⁸ Art. 706 CO.

¹⁵³⁹ Art. 714 CO.

¹⁵⁴⁰ Art. 105 al. 1 et 2 CO.

¹⁵⁴¹ Art. 706 al. 1 CO.

¹⁵⁴² Art. 706a al. 1 CO. Passé ce délai, le vice est guéri et la décision restera valable, sous réserve des cas de nullité. Cette sanction, qui déploie ses effets de plein droit, ne vise que des violations très graves du droit des sociétés ou portant atteinte aux normes visant la protection du capital et, donc, des créanciers. Voir les exemples cités à l'art. 706b ch. 1-3 CO et TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 440 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 25, nos 86 ss.

¹⁵⁴³ Art. 105 al. 1 LFus.

¹⁵⁴⁴ Art. 706 al. 2 ch. 1-CO.

¹⁵⁴⁵ Le droit allemand est controversé à ce sujet. En effet, s'il est possible de contester la validité d'une violation formelle ou d'une prescription légale ou statutaire précise, la doctrine débat de la possi-

des parts sociales constitue un remède satisfaisant au vice de la décision sociale¹⁵⁴⁶.

Les actionnaires ont ainsi la possibilité de contester indirectement certaines violations de devoirs du conseil d'administration. Ils peuvent dénoncer une mauvaise préparation de l'assemblée générale et, par exemple, se plaindre d'une information incomplète ou trompeuse¹⁵⁴⁷. Au fond, ils peuvent aussi intenter l'action, s'ils estiment que la proposition du conseil d'administration et la décision de l'assemblée générale qui l'approuve sont contraires au droit. Autant de griefs que nous allons examiner plus en détail au cours des paragraphes suivants.

b) Actes préparatoires et informations

Lorsque le conseil d'administration viole ses devoirs liés à la préparation et la conduite de l'assemblée générale, celle-ci est présumée incapable de former valablement la volonté sociale. Ses décisions sont par conséquent annulables.

L'action d'un actionnaire sera donc couronnée de succès, si la convocation n'est pas valable ou n'est pas accompagnée de l'information nécessaire, parce que le conseil d'administration ne l'a pas publiée dans les délais ou parce qu'elle n'a pas le contenu requis par la loi¹⁵⁴⁸. En particulier, l'approbation du rapport annuel et la décharge peuvent être mis en cause, si le conseil d'administration ne met pas à disposition le rapport de gestion au plus tard vingt jours avant l'assemblée générale ordinaire¹⁵⁴⁹. Selon le nouveau droit des fusions, cette sanction frappe également les décisions prises, lorsqu'il omet de publier en temps utile les documents prescrits (contrat de fusion, rapport de fusion, rapport de vérification, etc.)¹⁵⁵⁰.

bilité de contrôle de la validité matérielle d'une décision. Selon un courant majoritaire, les mesures de protection formelle des actionnaires et l'action en évaluation de parts sont suffisantes, sous réserve d'une prise de contrôle ou d'une restructuration qui serait, en tant que telle abusive. SCHMIDT (2002), p. 390 ; RAISER (2001), § 46, no 73.

¹⁵⁴⁶ Contrairement aux § 14(2) et § 15(1) UmwG, qui excluent l'annulation lorsque l'évaluation des parts est ouverte à l'actionnaire, la loi sur la fusion n'attribue pas un caractère exclusif à cette action. Toutefois, comme elle a pour but d'éviter de remettre en question des fusions ou des scissions suite à une simple inadéquation du rapport d'échange, elle préempte l'action en annulation, sous réserve des cas où l'inadéquation du rapport d'échange a des effets notables sur la répartition des droits de vote au sein des sociétés concernées. L'actionnaire lésé peut alors agir en annulation de la décision de fusion ou scission, selon le cas.

¹⁵⁴⁷ En droit allemand, un actionnaire qui se plaint d'un défaut d'information conduisant à une sous-évaluation de ses parts est renvoyé à l'action en évaluation des parts sociales et ne peut se prévaloir d'un motif d'annulation de la restructuration. Voir BGHZ 146, 179. Il devrait en aller de même sous la loi sur la fusion. Le vice relatif à l'information serait réparable par le biais de la procédure de l'art. 106 LFus et, alors, l'actionnaire n'aurait pas d'autre intérêt à agir sinon pour obtenir une évaluation de ses parts.

¹⁵⁴⁸ Voir notamment l'arrêt du Tribunal fédéral du 7 juillet 1995, ATF 121 III 420, JT 1997 I 111, consid. 2a, p. 114 ; arrêt du Tribunal fédéral du 7 juin 1977, *Société en nom collectif H & W c. Deponie S.A.*, ATF 103 II 141, consid. unique, p. 141, JT 1978 I 562, consid. unique, p. 565.

¹⁵⁴⁹ Art. 696 al. 1 CO.

¹⁵⁵⁰ Art. 16 al. 1 CO 1 LFus et art. 41 al. 1 LFus. Pour mémoire, les documents sont en cas de fusion : le contrat de fusion, le rapport de fusion, le rapport de vérification et les rapports annuels des trois

En outre, cette conséquence peut aussi se produire, s'il viole des droits individuels d'actionnaires : par exemple, s'il ne respecte pas le droit au renseignements exercé en rapport avec une proposition¹⁵⁵¹, s'il refuse à tort à certains actionnaires le droit de participer et de voter à l'assemblée générale ou, au contraire, s'il laisse des personnes participer sans droit. Dans cette dernière hypothèse, le demandeur doit toutefois établir l'influence de cette violation sur la décision prise¹⁵⁵².

Enfin, cette sanction ne se limite pas aux seuls actes préparatoires du conseil d'administration et s'étend au président de l'assemblée générale qui peut vicier les décisions de l'organe plénier en violant les principes généraux relatifs à son déroulement (par exemple, s'il ne respecte pas l'égalité de traitement ou s'il restreint, sans droit, le droit de parole)¹⁵⁵³. Elle s'applique également, si malgré la demande d'un actionnaire, il omet de communiquer, le nombre, l'espèce, la valeur nominale et la catégorie des actions représentées par les organes de la société, par le représentant indépendant et par les dépositaires¹⁵⁵⁴.

c) *Vices de la volonté*

La décision de l'assemblée générale peut aussi être annulable, si le conseil d'administration lui remet une information incomplète ou inexacte, par exemple, en lui communiquant des faux renseignements ou en taisant des éléments essentiels à la prise de décision¹⁵⁵⁵.

Cette sanction n'est pas pour autant automatique, car le vice ne peut être invoqué que si la fausse représentation des faits affecte la formation de la volonté des actionnaires ou de la société. Il convient donc de déterminer si la volonté de chaque actionnaire relative à l'exercice de son droit de vote ou la décision de l'as-

derniers exercices et, le cas échéant, un bilan intermédiaire. En cas de scission, les documents sont : le projet ou le contrat de scission, le rapport de scission, le rapport de vérification et les rapports annuels des trois derniers exercices et, le cas échéant, un bilan intermédiaire.

¹⁵⁵¹ Voir notamment l'arrêt du Tribunal fédéral du 7 juillet 1995, ATF 121 III 420, JT 1997 I 111, consid. 2a, p. 114 ; arrêt du Tribunal fédéral du 7 juin 1977, *Société en nom collectif H & W c. Deponie S.A.*, ATF 103 II 141, consid. unique, p. 141, JT 1978 I 562, consid. unique, p. 565. Voir aussi *supra* p. 256 ss.

¹⁵⁵² Art. 691 al. 3 CO.

¹⁵⁵³ DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 702 CO, no 25 ; FORSTMOSER (1997), p. 120 ss ; BÖCKLI (1996), no 1315a. Voir BÜRGI (1969), ad art. 702 CO, no 21 qui traite le point sous l'angle du droit acquis à participer à l'assemblée générale.

¹⁵⁵⁴ Art. 689e al. 2 CO.

¹⁵⁵⁵ Comp. DRUEY (1997a), p. 139, selon qui, un manque d'information ne peut fonder l'annulation que s'il consacre une inégalité de traitement ou si les actionnaires avaient demandé le renseignement faisant défaut. De plus, il considère qu'une information inexacte ne peut influencer la volonté sociale que si elle provient d'organes sociaux. A notre avis, ces deux points de vue ne sauraient être suivis. En effet, le premier méconnaît que le conseil d'administration doit, en sa qualité d'organe chargé de préparer l'assemblée générale, donner aux actionnaires toutes les informations nécessaires à la prise de décision. Quant à la seconde restriction, elle omet le devoir de l'exécutif lui demandant de démentir des rumeurs erronées largement répandues dans le public.

semblée générale est empreinte d'une erreur ou d'un dol¹⁵⁵⁶. S'agissant de l'action concernant la société, elle sera bien fondée, s'il est établi qu'elle disposait d'une mauvaise information qui l'a trompée¹⁵⁵⁷ ou, du moins, qui l'a induite à commettre une erreur sur la base essentielle de la décision^{1558/1559}, tandis que les votants ne peuvent invoquer leur erreur, pour annuler une décision sociale, que si elle a influencé l'issue du scrutin¹⁵⁶⁰.

Ces moyens de la partie générale du code des obligations supposent toutefois quelques ajustements pour tenir compte du contexte particulier¹⁵⁶¹ : lorsqu'un actionnaire vote, il n'accepte pas une offre du conseil d'administration, mais exerce un droit social, c'est pourquoi il ne peut pas invoquer les vices de la volonté par un simple acte formateur, mais doit intenter une action judiciaire¹⁵⁶² et respecter le délai de deux mois applicable à cette voie de droit¹⁵⁶³.

d) Fond de la décision

L'annulation des décisions de l'assemblée générale permet de censurer indirectement l'activité du conseil d'administration, car celle-ci se contente d'ordinaire de ratifier les projets qu'il lui présente, tout au plus délibère-t-elle du bien-fondé de ses propositions. Par conséquent, en attaquant la décision de l'assemblée générale, un actionnaire remet en question la légalité de l'activité du conseil d'administration.

¹⁵⁵⁶ Arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1976, *Schnydrig Hoch- und Tiefbau AG c. Chef du département de justice et police du canton du Valais*, ATF 102 Ib 21, JT 1977 I 251, consid. 4, p. 255.

¹⁵⁵⁷ Voir l'art. 28 al. 1 CO.

¹⁵⁵⁸ Voir l'art. 24 al. 1 ch. 4 CO.

¹⁵⁵⁹ BÖCKLI (1996), no 1316e ; HOMBURGER/MOSER (1989), p. 150 ; BÜRGI (1957), ad art. 692 CO, no 6. Voir l'art. 28 al. 1 CO. Voir l'art. 24 al. 1 ch. 4 CO.

¹⁵⁶⁰ BÖCKLI (1996), no 1316e ; HOMBURGER/MOSER (1989), p. 149 ; BÜRGI (1957), ad art. 692 CO, no 6. Dans ce cas, on applique l'art. 691 al. 3 CO par analogie.

¹⁵⁶¹ DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 706 CO, no 7, s'agissant de l'invocation de l'erreur pour éviter l'extinction de l'action ; DRUEY (1997a), p. 138 ; BÖCKLI (1996), no 1316e ; HOMBURGER/MOSER (1989), p. 146 ; VON GREYERZ (1982), p. 189 ; VON STEIGER (1970), p. 214 ; BÜRGI (1957), ad art. 692 CO, nos 6-7.

¹⁵⁶² DRUEY (1997a), p. 138 ; BÖCKLI (1996), no 1316e ; BÜRGI (1957), ad art. 692 CO, no 7. Plus précisément, comme le soulignent HOMBURGER/MOSER (1989), p. 151, l'actionnaire peut invalider l'exercice du droit de vote par un simple acte formateur dans le délai de l'art. 31 CO. Cette invalidation ne produit toutefois aucun effet sur la décision sociale ; celle-ci ne peut être annulée que par une action judiciaire. Par conséquent, dans l'arrêt du Tribunal fédéral du 17 janvier 1939, *Volksbank Reiden A.-G. in Liq. c. Kunz et consorts*, ATF 65 II 2, JT 1939 I 359, consid. 4.1.d, p. 371, l'actionnaire qui avait invalidé son vote de décharge par une lettre invoquant l'erreur sur la base essentielle du contrat (art. 24 al. 1 ch. 4 CO) a pu agir en responsabilité contre les organes sociaux. La nature de la décision de décharge explique cette conséquence. D'ailleurs, comme cette décision emporte une reconnaissance de dette négative de la société et des actionnaires favorables à la décharge, un actionnaire peut annuler sa reconnaissance de dette négative personnelle sur la base des règles applicables aux actes formateurs ordinaires. DRUEY (1997a), p. 139, note 27.

¹⁵⁶³ DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 706 CO, no 7 ; DRUEY (1997b), p. 138 ; BÖCKLI (1996), no 1316e ; VON GREYERZ (1982), p. 189. Il ne peut pas se contenter de respecter le délai de l'art. 31 CO.

Par exemple, si un projet consacre une inégalité de traitement, la décision qui en résulte est annulable¹⁵⁶⁴. Il en va de même si l'opération porte préjudice à la société ou aux actionnaires, parce que le conseil d'administration ne l'a pas négocié diligemment¹⁵⁶⁵ ou encore parce qu'elle est le fruit d'une violation de l'obligation de fidélité des administrateurs¹⁵⁶⁶. Néanmoins, le juge exerce, dans ces cas-là, une certaine retenue, car la ratification par l'assemblée générale dote la décision d'une légitimité supplémentaire¹⁵⁶⁷.

2. Interdiction de réformer les décisions de l'assemblée générale

Comme son nom le laisse deviner, l'action en annulation n'a qu'un effet de cassation. Le juge ne peut que supprimer la décision annulée avec un effet *ex tunc*¹⁵⁶⁸, et non la modifier¹⁵⁶⁹. Tout au plus, une partie de la doctrine admet-elle la nullité partielle¹⁵⁷⁰ et l'action en constatation de la décision prise (*positive Feststellungsklage*)¹⁵⁷¹, sans que ces solutions soient consacrées par la jurisprudence fédérale.

¹⁵⁶⁴ Art. 706 al. 2 ch. 3 CO. STEHLI (1975), p. 134.

¹⁵⁶⁵ Art. 706 al. 2 ch. 3 CO *in fine*.

¹⁵⁶⁶ Dans ce cas, la décision de l'assemblée générale constitue un préjudice non justifié par le but social. Art. 706 al. 2 ch. 3 CO *in fine*.

¹⁵⁶⁷ Arrêt du Tribunal fédéral du 25 juin 1991, *Association Canes c. Nestlé S.A.*, ATF 117 II 290, consid. 6a, p. 308 ; arrêt du Tribunal fédéral du 22 septembre 1976, *Ringier & Co. S. A. c. Jean Frey S. A. et Offset & Buchdruck S. A.*, ATF 102 II 265, JT 1977 I 102, consid. 3, p. 106 ; arrêt du Tribunal fédéral du 3 avril 1973, *Ringier & CO AG c. Weltwoche-Verlag Karl von Schumacher & CO AG*, ATF 99 II 55, JT 1973 I 618, consid. 4b, p. 626 ; arrêt du Tribunal fédéral du 18 février 1969, *Société coopérative pour la protection des actionnaires privés du BLS c. Société du chemin de fer des Alpes bernoises Berne-Loetschberg-Simplon*, ATF 95 II 157, JT 1970 I 344, consid. 9, p. 348.

Selon DRUEY (1997a), p. 159, cette jurisprudence rendue sous l'ancien droit n'est plus compatible avec le texte de l'art. 706a al. 2 ch. 3 CO. Dans ce sens, FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 25, no 60. Comp. VON DER CRONE (1997b), p. 97–103, qui considère que la règle majoritaire doit entraîner une présomption de validité de la décision pour des questions fonctionnelles. DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 706 CO, no 15a, préconisent une certaine retenue qui ne confine toutefois pas à l'abus de droit. Dans ce sens, TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 393–394.

¹⁵⁶⁸ VON GREYERZ (1982), p. 193–194 ; VON STEIGER (1970), p. 216.

¹⁵⁶⁹ DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 706 CO, no 25 ; TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 434.

¹⁵⁷⁰ La nullité partielle de la décision n'affecte que la partie contraire au droit de la décision et laisse subsister le reste. DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 706 CO, no 25 ; BÖCKLI (1996), no 1415 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 25, no 61 ; arrêt de l'Obergericht du Canton de Zurich, II. Zivilkammer, du 4 décembre 1981, ZR 81 (1982) no 91, p. 217.

¹⁵⁷¹ Cette action permet au juge de constater, lors de décompte vicié par des fautes ou une mauvaise application des interdictions de droit de vote, la décision à laquelle la société serait parvenue si le scrutin avait été correctement compté. TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 435 ; SCHWANDER/DUBS (1998), *passim* ; SCHLEIFFER (1997), p. 153 ; BÖCKLI (1996), no 1411v ; SCHLEIFFER (1993), p. 311. Plus restrictif, VON SALIS (1996), p. 490, qui limite l'action aux fautes de calcul en matière de droits de vote.

La jurisprudence du Tribunal fédéral a évoqué cette action sans l'admettre ou la refuser. Arrêt du Tribunal fédéral du 19 juillet 1996, W c. UBS SA, ATF 122 III 279, JT 1998 I 605, consid. 3.c.cc, p. 610 ; arrêt du Tribunal fédéral du 28 mars 2001, *Communauté héréditaire de feu Grégoire Salmanowitz c. SGS, Société Générale de Surveillance Holding SA*, SJ 2001 I 462, consid. 3.b.cc, p. 467–468.

Cette conséquence pose des problèmes lors des fusions et acquisitions qui sont des opérations complexes : d'une part, elles déploient leurs effets sur les droits de vote, les droits financiers et la situation patrimoniale des sociétés concernées ; d'autre part, elles sont sujettes à un processus décisionnel à plusieurs étapes. Toutes ces facettes tendent autant de pièges pour les planificateurs et engendrent autant de risques pour les actionnaires.

Or, l'action en annulation force un dissident à choisir entre intenter l'action pour remettre en question l'ensemble de l'opération et renoncer à faire valoir son droit¹⁵⁷². L'actionnaire fait donc face à un dilemme : soit il accepte l'opération dans son ensemble avec ses avantages et ses défauts, soit il la rejette intégralement, bien qu'il puisse approuver son principe.

Si son choix est facile, lorsque les défauts de l'opération lui causent un préjudice qui n'est pas compensé par les gains engendrés, car il a alors tout intérêt à agir. Dans la situation inverse, son choix est plus délicat : s'il renonce, il accepte les défauts. En revanche, s'il intente l'action, il peut perdre les gains liés à l'opération (par hypothèse, plus substantiels que le préjudice subi), car peut-être que les sociétés concernées n'accepteront pas de retourner à la table des négociations après l'annulation leur contrat initial.

3. Délai pour remédier aux vices réparables

S'inspirant du droit européen¹⁵⁷³, la loi sur la fusion permet d'éviter l'annulation pure et simple de l'opération en cas de vices réparables. Dans ce cas, le juge peut octroyer un délai afin de laisser les sociétés y remédier¹⁵⁷⁴ et ne l'annule que si elles refusent de le réparer en temps utile¹⁵⁷⁵.

Cette solution reflète une évolution positive et consacre une économie de moyens judiciaires. Elle évite de remettre en cause l'ensemble d'une décision à cause d'un vice secondaire tout en garantissant le respect du droit.

¹⁵⁷² Böckli (1996), no 296b, propose, afin d'éviter cet écueil, d'admettre dans ce cas une application analogue de l'art. 736 ch. 4 CO, permettant au juge d'éviter de prononcer la dissolution pour justes motifs en « *adoptant une solution adaptée aux circonstances et acceptable pour les intéressés* ». Ainsi, il serait admissible de renoncer à l'annulation de la fusion, moyennant son adaptation. Cette solution n'est d'ailleurs pas sans rappeler la justification conceptuelle des *dissenters' rights* des droits américains, en vertu desquels, les actionnaires qui n'approuvent pas la fusion ne peuvent en principe pas la contester, mais seulement exiger le rachat de leurs actions à un prix équitable. Voir DOOLEY (1995), p. 634 ss ; GILSON/BLACK (1995), p. 1264 ss.

¹⁵⁷³ L'octroi d'un délai pour remédier aux vices affectant une décision de fusion ou de scission résulte de l'art. 22(1)(d) troisième directive 78/855/CEE du conseil du 9 octobre 1978 concernant les fusions de sociétés anonymes et de l'art. 19(1)(d) sixième directive 82/891/CEE du conseil du 17 décembre 1982 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 point g) du traité et concernant les scissions de sociétés anonymes, J.O.C.E. L 378 du 31 décembre 1982, p. 47.

¹⁵⁷⁴ Art. 106 al. 1 LFus.

¹⁵⁷⁵ Art. 106 al. 2 LFus.

Cette voie est aussi utile lorsque l'inscription au registre du commerce n'a pas pu être empêchée. Alors que l'annulation de la fusion s'avère impossible ou très difficile, une adaptation partielle réparant la violation peut, dans de nombreuses situations, toujours être envisageable.

4. Mise en œuvre et mesures provisionnelles

L'action en annulation ne déploie ses effets qu'à droit jugé sur le fond. Jusque-là, la décision sociale est réputée valable et déploie ses effets et les sociétés peuvent exécuter la fusion ou l'acquisition, nonobstant une éventuelle action en annulation pendante. Elles peuvent même inscrire au registre du commerce la fusion, l'augmentation du capital, la modification du but statutaire ou la dissolution de la société¹⁵⁷⁶.

Or, l'exécution de la décision complique son annulation. Certes, un jugement d'annulation produit des effets *ex tunc* et oblige la société à rétablir l'état de fait antérieur¹⁵⁷⁷ : en principe, l'inscription au registre du commerce n'a pas d'effet guerisseur¹⁵⁷⁸, sauf en matière de constitution de sociétés et donc en matière de fusion par combinaison¹⁵⁷⁹. De plus, en matière de fusion, comme ailleurs, le droit ne doit pas céder devant de simples difficultés pratiques, le juge est en principe tenu d'ordonner les mesures nécessaires sans tenir compte des problèmes posés par un tel jugement¹⁵⁸⁰. Néanmoins, s'il est en théorie possible de défaire la transaction, les problèmes pratiques et l'intérêt des tiers, notamment de créanciers et d'autres actionnaires, qui se sont fiés à l'inscription au registre du commerce empêchent l'annulation de déployer ses effets¹⁵⁸¹.

¹⁵⁷⁶ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 25, no 75 ; DUBS/TRUFFER (2002), ad art. 706 CO, no 26 ; DRUEY (1997), p. 155, plus nuancés, estiment que le devoir de diligence du conseil d'administration peut le contraindre à surseoir ou, au contraire, à exécuter la décision.

¹⁵⁷⁷ BÜRGI (1969), ad art. 706 CO, no 71 ; VON STEIGER (1970), p. 216. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 18 décembre 1990, *J. et S. c. Caisse Maladie X*, ATF 116 II 713, consid. 4b, p. 716 ; arrêt du Tribunal fédéral du 15 septembre 1971, *AG für Rechtsschutz in Fusionssachen c. Ursina-Frank SA et Appellationshof des Kantons Bern*, ATF 97 I 481, JT 1972 I 494, consid. 3b, p. 500 ; arrêt du Tribunal fédéral du 3 septembre 1971, *AG für Rechtsschutz in Fusionssachen c. Ursina-Frank SA*, ATF 97 II 185, consid. I.2, p. 188-189, JT 1972 I 649 (rés.).

¹⁵⁷⁸ Contrairement à l'inscription au registre foncier, voir l'art. 973 al. 1 CC.

¹⁵⁷⁹ Voir l'art. 643 al. 2 CO. RECORDON (1974), p. 265-266. Dans ce cas, l'action en dissolution de l'art. 643 al. 3 CO est ouverte, mais elle ne permet que de résoudre les problèmes liés à la fondation de la nouvelle société et non d'éventuels vices liés à la dissolution de la société absorbée.

¹⁵⁸⁰ Arrêt du Tribunal fédéral du 18 décembre 1990, *J. et S. c. Caisse Maladie X*, ATF 116 II 713, consid. 4b, p. 716 ; arrêt du Tribunal fédéral du 15 septembre 1971, *AG für Rechtsschutz in Fusionssachen c. Ursina-Frank SA et Appellationshof des Kantons Bern*, ATF 97 I 481, JT 1972 I 494, consid. 3b, p. 500 ; arrêt du Tribunal fédéral du 3 septembre 1971, *AG für Rechtsschutz in Fusionssachen c. Ursina-Frank SA*, ATF 97 II 185, consid. I.2, p. 188-189, JT 1972 I 649 (rés.).

¹⁵⁸¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 18 décembre 1990, *J. et S. c. Caisse Maladie X*, ATF 116 II 713, consid. 4b, p. 716. Voir les considérations, dans l'arrêt du Tribunal fédéral du 15 septembre 1971, *AG für Rechtsschutz in Fusionssachen c. Ursina-Frank SA et Appellationshof des Kantons Bern*, ATF 97 I 481, JT 1972 I 494, consid. 3b, p. 500 et l'arrêt du Tribunal fédéral du 3 septembre 1971, *AG*

Cette voie s'avère donc souvent inutile, à moins d'avoir figé la situation antérieure à la mise en œuvre de l'opération¹⁵⁸². Dès lors, le cœur du contentieux relatif aux décisions sociales se concentre autour des mesures provisionnelles.

La première mesure à prendre relève du droit fédéral. Les règles sur la tenue du registre du commerce permettent à tout intéressé de bloquer *ex parte* une inscription non encore opérée, moyennant une simple déclaration dite d'opposition de droit privé¹⁵⁸³. Le préposé doit, dans ce cas, impartir un délai suffisant pour que l'opposant puisse obtenir une ordonnance provisionnelle selon les règles de procédure cantonale. Si, à son terme, le juge n'a pas interdit l'inscription, le préposé ne saurait, sous réserve d'autres motifs, y surseoir plus longtemps¹⁵⁸⁴.

Cette voie de droit ne constitue donc qu'un moyen pré-provisoire. Elle donne le temps à la partie lésée de demander des mesures provisionnelles. Toutefois, son effet automatique lui donne un tranchant tout particulier : elle peut retarder littéralement sans autre forme de procès toute inscription au registre du commerce, jusqu'à ce qu'un juge rende une ordonnance provisionnelle selon la procédure civile. Nonobstant les critiques de la doctrine¹⁵⁸⁵, cette voie de droit constitue un instrument nécessaire : comme il est presque impossible d'annuler une décision sociale après son inscription au registre du commerce, il est indispensable de permettre aux actionnaires de l'empêcher afin qu'il puissent exercer leur droit de contrôle.

Cette première étape achevée, l'actionnaire mécontent doit requérir des mesures provisionnelles judiciaires afin de figer la situation jusqu'à droit jugé sur le fond. Cette voie de droit ressort de la procédure civile cantonale et non du droit fédéral¹⁵⁸⁶. En règle générale, elle suppose que le requérant rende vraisemblable le bien-fondé de son droit et le risque d'un dommage difficilement réparable¹⁵⁸⁷.

für Rechtsschutz in Fusionssachen c. Ursina-Frank SA, ATF 97 II 185, consid. I.2, p. 188–189, JT 1972 I 649 (rés.) se rapportant tous deux à des requêtes en mesures provisionnelles relatives à une fusion. Cette situation est approuvée par la doctrine. Voir BÜRGI/NORDMANN (1979), ad art. 748 CO, nos 84 et 86 ; CUENDET (1974), p. 130, dont l'analyse se rapporte aux vices de la volonté et non à l'annulation des décisions, considère que l'inscription guérit les vices ; RECORDON (1974), p. 268 ; RECORDON (1973), p. 117–125.

¹⁵⁸² STEHLI (1975), p. 153 ; CUENDET (1974), p. 130.

¹⁵⁸³ Art. 32 al. 2 ORC.

¹⁵⁸⁴ Art. 32 al. 2 ORC *in fine*.

¹⁵⁸⁵ Voir notamment KUNZ (2001), § 11, nos 81 ss ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 25, no 77.

¹⁵⁸⁶ Arrêt du Tribunal fédéral du 28 mars 2001, *Communauté héréditaire de feu Grégoire Salmanowitz c. SGS, Société Générale de Surveillance Holding SA*, SJ 2001 I 462 ; arrêt du Tribunal fédéral du 15 septembre 1971, *AG für Rechtsschutz in Fusionssachen c. Ursina-Frank SA et Appellationshof des Kantons Bern*, ATF 97 I 481, JT 1972 I 494 ; arrêt du Tribunal fédéral du 3 septembre 1971, *AG für Rechtsschutz in Fusionssachen c. Ursina-Frank SA*, ATF 97 II 185, JT 1972 I 649 (rés.). L'arrêté fédéral sur la réforme de la justice du 8 octobre 1999 (FF 1999 7831), approuvé par le peuple le 12 mars 2000, prévoit de modifier l'art. 122 al. 1 Cst. et de conférer à la Confédération la compétence de légiférer en matière de procédure civile. A ce jour, la procédure civile unifiée n'est qu'au stade d'avant-projet.

¹⁵⁸⁷ Voir notamment VOGEL/SPÜHLER (2001), § 61, nos 208 ss.

Cette deuxième condition est aisément admise, compte tenu du caractère irréparable de l'inscription au registre du commerce.

B. Action en évaluation des parts sociales

Face aux limitations de l'action en annulation, la loi sur la fusion innove sur deux plans : d'une part, comme nous l'avons vu, elle en tempère l'effet et permet au juge d'octroyer un délai aux sociétés pour remédier à une irrégularité d'une fusion ou d'une scission¹⁵⁸⁸. D'autre part, elle instaure une nouvelle action en évaluation des parts sociales.

1. *Objet de l'action*

L'action en évaluation des parts sociales permet au juge de revoir l'évaluation du rapport d'échange ou du dédommagement prévu par une fusion ou une scission¹⁵⁸⁹, sans remettre en question la décision sous-jacente¹⁵⁹⁰.

Tout actionnaire, dans un délai de deux mois à compter de la publication de la décision, peut saisir le juge si l'opération ne maintient pas les droits sociaux ou n'offre pas un dédommagement adéquat¹⁵⁹¹. Cette action tend au versement d'une soule à tous les actionnaires lésés¹⁵⁹² qui peuvent donc tous en profiter, bien qu'elle soit intentée par un seul d'entre eux contre la société¹⁵⁹³.

Par analogie avec l'action en responsabilité pour le dommage indirect, l'action en annulation ou l'action en restitution des prestations indues, la valeur litigieuse de la procédure et, donc, le montant des frais se déterminent par rapport à la somme totale que la société devrait verser en cas de succès. Cependant, à notre sens, cette dernière devrait les supporter intégralement, y compris l'avance, puisque la loi met « *les frais de la procédure* » à sa charge¹⁵⁹⁴.

Malgré le silence de la loi sur la fusion, un actionnaire qui a approuvé la transaction ne peut pas intenter l'action en évaluation des parts sociales. Seul un actionnaire qui s'y est opposé ou qui s'est abstenu peut intenter cette action, sinon un

¹⁵⁸⁸ Art. 106 al. 1 LFus.

¹⁵⁸⁹ Art. 104 al. 1 LFus.

¹⁵⁹⁰ Art. 104 al. 4 LFus.

¹⁵⁹¹ Art. 104 al. 1 LFus.

¹⁵⁹² Art. 104 al. 1 LFus.

¹⁵⁹³ Art. 104 al. 2 LFus.

¹⁵⁹⁴ L'art. 104 al. 3 LFus prévoit que les frais de la procédure sont à la charge du sujet reprenant, sous réserve de circonstances particulières. Il va plus loin que les règles relatives à l'action en réparation du dommage indirect ou l'action en annulation, qui ne s'appliquent que dans l'hypothèse d'un rejet de la demande. Comp. le texte de l'art. 706a al. 2 et l'art. 756 al. 2 CO. Voir le Message concernant une loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 3995, p. 4140, qui affirme que le but est de permettre aux actionnaires d'introduire leur action sans être dissuadés par les coûts de la procédure.

actionnaire qui y serait favorable pourrait forcer la « renégociation » d'une opération qu'il a acceptée et violer l'interdiction du *venire contra factum proprium*.

2. Limite de l'action : paiement d'une soulte

Cette action ne tend qu'à fixer une soulte, qui peut alors dépasser la limite légale de 10% de la valeur réelle des actions attribuées¹⁵⁹⁵ et le juge ne peut pas condamner la société à remettre des droits de participations aux demandeurs. *De lege ferenda*, cette solution nous paraît discutable au regard du principe de continuité du sociétariat, ce d'autant que le motif invoqué par le Message du Conseil fédéral relatif à la loi sur la fusion ne convainc guère¹⁵⁹⁶.

Si la durée de la procédure justifie de ne pas remettre en cause le principe de la fusion, il est moins évident qu'elle empêche l'émission de nouvelles actions à son terme. La révision du droit des sociétés anonymes ainsi que l'introduction du capital autorisé et du capital conditionnel ont déjà relativisé le principe d'immutabilité du capital-actions. Il aurait aussi été envisageable de garantir le maintien des parts sociales au terme de l'action.

De plus, il est faux de prétendre que la remise d'actions modifie la structure du capital, et que le paiement d'une soulte n'est qu'une opération financière. Ce paiement constitue une prestation aux actionnaires¹⁵⁹⁷. Il peut engendrer une distribution de fonds propres librement disponibles tout à fait admissible, mais il peut aussi porter atteinte à des réserves indisponibles, voire à la substance même du capital social, notamment si la situation financière de la société se dégrade entre la décision de fusion et la conclusion de la procédure.

Or, une augmentation de capital qui se serait limitée à corriger sur le papier l'erreur d'évaluation (les fonds apportés dans le cadre de la fusion ou de la scission valaient plus et justifiaient la remise de plus d'actions) est moins dangereuse pour les créanciers qu'une distribution de fonds permettant de sortir des actifs de la société. La première opération se serait limitée à augmenter le substrat intangible de responsabilité sans verser un quelconque actif social aux actionnaires, ni modifier les fonds propres de la société.

D'ailleurs, dans quelle mesure le versement d'une soulte, sans disposer de fonds propres librement disponibles, est-elle licite ? A notre sens, si la situation de la société au moment de l'opération permettait de verser ce dédommagement par des

¹⁵⁹⁵ Art. 7 al. 2 LFus.

¹⁵⁹⁶ Message concernant une loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 3995, p. 4141.

¹⁵⁹⁷ Ni la loi ni le message ne qualifient le versement d'une soulte de prestation aux actionnaires. Toutefois, s'agissant de dédommagement, le message considère qu'une prestation de cette nature est un versement aux actionnaires qui doit se faire au moyen de fonds propres librement disponibles. Message concernant une loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 3995, p. 4058. Il en va de même s'agissant de la soulte.

fonds propres librement disponibles, l'actionnaire peut toujours prétendre à la prestation, nonobstant une détérioration subséquente des finances sociales. En effet, si l'évaluation était conforme au droit, la société aurait pu verser un dédommagement ou remettre des actions et, par conséquent, les actionnaires ne sauraient être lésés deux fois : d'une part, en ne recevant pas la valeur de leurs parts sociales et, d'autre part, en se voyant refuser le paiement de la soulte.

Si la société ne dispose pas de fonds propres librement disponibles suffisants tant lors de la fusion qu'à l'issue de la procédure en évaluation des parts sociales, l'obligation de verser une soulte doit être conditionnée à une amélioration de sa situation financière, attestée par le rapport annuel révisé¹⁵⁹⁸.

3. Absence d'action en cas de transfert de patrimoine

L'action en évaluation des parts sociales n'est pas ouverte lors de transferts de patrimoine. Selon le Message du Conseil fédéral relatif à la loi sur la fusion, cette opération ne touche pas au droit de sociétariat des associés, la contre-prestation revient à la société et non à ses actionnaires¹⁵⁹⁹. Cette conclusion choquante se comprend à la lumière de la systématique de la loi sur la fusion : contrairement à l'approche retenue pour les fusions et les scissions, elle appréhende le transfert de patrimoine comme un simple acte de disposition distinct de sa cause. L'équivalence entre la valeur du patrimoine transféré et la contre-prestation n'est pas une condition légale de cette opération.

Bien que cette conclusion soit cohérente avec la loi sur la fusion, elle ne se justifie pas au vu de l'équivalence fonctionnelle entre les différentes opérations : si l'évaluation est inéquitable, la société aliénatrice est insuffisamment indemnisée pour le patrimoine transféré. Dans ce cas, les droits de ses associés ne sont, certes, pas péjorés, mais leurs attentes financières et, donc, la valeur de leurs actions le sont. Par conséquent, les actionnaires n'ont pas d'autre voies de droits que l'action en réparation du dommage indirect ou, si l'acquéreur est lui-même actionnaire, administrateur ou un de leur proche, l'action en restitution des prestations indues.

C. Absence d'action contre des décisions du conseil d'administration

1. En général

Il n'existe pas d'action en annulation des décisions du conseil d'administration, l'idée sous-jacente à ce silence étant de laisser aux organes exécutifs la possibilité

¹⁵⁹⁸ La situation est analogue au dividende cumulatif utilisé avec les actions privilégiées, lorsque la société ne dispose pas de suffisamment de fonds propres librement disponibles pour payer le dividende privilégié. Voir notamment VOGT (2002), ad art. 654-656 CO, no 10.

¹⁵⁹⁹ Message concernant une loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 3995, p. 4140.

gérer les affaires sociales sans que les actionnaires ou le juge viennent les empêcher d'accomplir leur fonction¹⁶⁰⁰. Exceptionnellement, la violation de certaines normes peut être si grave qu'elle entraîne la nullité de plein droit de ces décisions¹⁶⁰¹. Toutefois, cette sanction n'est admise qu'avec retenue, lorsque le conseil d'administration néglige la structure de base de la société anonyme, c'est-à-dire s'il usurpe les compétences de l'assemblée générale ou s'il viole les règles destinées à la protection du capital et donc, indirectement, des créanciers¹⁶⁰².

Même dans cette hypothèse, comme le souligne BÖCKLI, la nullité de la décision ne déploie ses effets qu'au sein de la société. Elle ne s'étend pas automatiquement aux actes juridiques conclus par un organe avec un tiers¹⁶⁰³. Elle n'entraîne la nullité du contrat que si ce dernier avait pour objet de contrevenir à des dispositions impératives du droit des sociétés¹⁶⁰⁴ ou si le tiers connaissait ou devait connaître la nullité frappant la décision sociale et, donc, l'absence de pouvoir de représentation de l'organe¹⁶⁰⁵.

2. Annulation selon la loi sur la fusion

La loi sur la fusion déroge à ce système : elle permet à tout actionnaire de contester les décisions prises en contravention à ses dispositions, même lorsqu'elles sont prises par le conseil d'administration¹⁶⁰⁶.

En pratique, cette dérogation ne devrait avoir qu'une portée réduite, car les décisions de fusions et de scissions sont en principe de la compétence de l'assemblée générale, le conseil d'administration n'étant compétent qu'en matière de fusions simplifiées¹⁶⁰⁷.

¹⁶⁰⁰ Arrêt du Tribunal fédéral du 30 septembre 1983, *Löwenbrau Zurich AG c. Gewerbebank Baden*, ATF 109 II 239, consid. 3b, p. 243, JT 1983 I 148, p. 153 ; arrêt du Tribunal fédéral du 21 mars 1950 en la cause *F.X. c. X*, ATF 76 II 51, consid. 2, JT 1950 I 559. Message concernant la révision du droit des sociétés anonymes du 23 février 1983, p. 86 et 152 ; TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 433.

¹⁶⁰¹ Art. 714 CO qui renvoie aux conditions de l'art. 706b CO.

¹⁶⁰² WERNLI (2002), ad art. 714 CO, nos 14-20 ; TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 441 ; BÖCKLI (1996), nos 1920 ss ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 31, no 42.

¹⁶⁰³ BÖCKLI (1996), no 1932 en matière de rachat d'actions propres, mais le raisonnement vaut pour tout acte juridique. Dans ce sens, TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 441, note 362.

¹⁶⁰⁴ Art. 20 al. 1 CO.

¹⁶⁰⁵ Art. 718a CO. WATTER (2002), ad art. 718a CO, no 5 ; Ce cas est assimilable à l'abus de pouvoir de représentation visé par l'arrêt du Tribunal fédéral du 21 mars 1995, *S. c. Caves Mövenpick S.A.*, ATF 121 III 176.

¹⁶⁰⁶ Art. 105 al. 2 LFus. L'art. 105 al. 1 LFus ne vise pas expressément le cas des transferts de patrimoine. Toutefois, il ressort du Message que le Conseil fédéral envisage cette voie de droit également contre les transferts de patrimoine. Message concernant une loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 3995, p. 4141.

¹⁶⁰⁷ Art. 24 al. 1 et 2 LFus. On rappellera que la fusion simplifiée n'est possible que si la société reprenante contrôle à 100% la société reprise, que si les sociétés fusionnantes sont entièrement contrôlées par le même actionnaire ou par un groupe d'actionnaires unis sur la base d'un contrat ou la loi ou encore, moyennant des allègements moins importants, que si la société reprenante contrôle à 90% la société reprise Art. 23 al. 1 lit. a-b et Art. 23 al. 2 LFus.

En revanche, elle peut jouer un rôle important lors de transferts de patrimoine qui sont de la compétence de ce dernier ou même de la direction¹⁶⁰⁸. Dans ces cas, ces décisions peuvent faire l'objet d'action en annulation, si elles violent la loi sur la fusion.

Toutefois, cette voie ne permet pas aux actionnaires de contester le non-respect des règles de compétence par le conseil d'administration, car cette question relève, pour ces opérations, des dispositions générales du droit des sociétés et non de la loi sur la fusion.

III. Contestation du contrat

Au lieu de contester la validité de la décision sociale approuvant une fusion ou une acquisition, il est possible de remettre en cause le contrat entre la société et son partenaire. Trois griefs sont envisageables : premièrement, un abus du pouvoir de représentation ou un abus de compétence libère la société de toute obligation, lorsqu'un organe externe outrepassé ses compétences ou les utilise dans un intérêt manifestement contraire au but social. Deuxièmement, les vices de la volonté permettent d'annuler un contrat fondé sur une erreur ou un dol. Le droit des offres publiques d'acquisition prévoit une action similaire : il permet à tout actionnaire de se départir de son acceptation d'une offre publique d'acquisition déclarée illicite par la Commission des OPA ou la Commission fédérale des banques. Enfin, l'action en restitution des prestations indues questionne les termes d'un contrat dont les termes sont, compte tenu de la situation économique de la société, manifestement déséquilibrés en faveur d'actionnaires, d'administrateurs ou de tiers.

A. Excès et abus de pouvoir

Lorsque le conseil d'administration dépasse ses compétences et intervient dans le domaine de l'assemblée générale, ses décisions sont nulles¹⁶⁰⁹. Cette conséquence n'affecte toutefois pas directement le contrat conclu par la société, représentée par ses organes. La représentation de la société incombe au conseil d'administration ou aux délégués et directeurs qu'il nomme¹⁶¹⁰. Ces personnes autorisées à représenter la société peuvent accomplir tous les actes qu'implique le but social¹⁶¹¹.

¹⁶⁰⁸ Message concernant une loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 3995, p. 4114.

¹⁶⁰⁹ Art. 714 CO.

¹⁶¹⁰ Art. 718 al. 1 et 2 CO.

¹⁶¹¹ Art. 718a al. 1 CO.

Bien que cette notion connaisse une interprétation extensive¹⁶¹², elle ne comprend jamais ceux qui impliquent une modification du but social¹⁶¹³ ou une liquidation de fait¹⁶¹⁴. Lorsque des acquisitions produisent ces effets, les organes de gestion ne peuvent donc pas représenter la société sans l'approbation préalable ou la ratification subséquente de l'assemblée générale.

De plus, le contrat ne lie pas la personne morale, si le tiers connaît ou doit connaître la nullité de la décision sociale sur laquelle l'organe se fonde¹⁶¹⁵. Il en va ainsi, lorsque une opération ne relève pas du conseil d'administration ou lorsqu'un acte limite la liberté de l'assemblée générale.

Cette conséquence s'étend aussi aux abus du pouvoir de représentation, c'est-à-dire aux actes manifestement contraire à l'intérêt social¹⁶¹⁶, y compris ceux qui sont conclus par un organe pris dans un conflit d'intérêts connu ou reconnaissable¹⁶¹⁷. Dans les autres cas, ils engagent la société et les éventuelles limitations au droit de représenter ne valent alors qu'à l'égard des tiers qui les connaissaient ou auraient dû les connaître¹⁶¹⁸.

B. Annulation du contrat

1. *Vices de volonté*

Les contrats relatifs aux opérations de fusions et acquisitions, comme tout contrat, supposent des manifestations de volonté concordante¹⁶¹⁹. Or, celle-ci peut être vi-

¹⁶¹² Les actes impliqués par le but social comprennent « *non seulement les actes qui sont utiles à la société ou qui rentrent dans l'activité normale de l'entreprise. Ils comprennent également les affaires exceptionnelles qui peuvent contribuer à atteindre le but social, c'est-à-dire toutes celles que le but social n'exclut pas.* » Arrêt du Tribunal fédéral du 19 janvier 1993, *H. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 119 II 23, consid. 3b, p. 26 ; arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373, consid. 3a, p. 374 ; arrêt du 17 septembre 1985, *Negresco SA c. Masse en faillite de Soscil SA*, ATF 111 I 284, SJ 1986 183, consid. 3b, p. 186.

¹⁶¹³ Arrêt du Tribunal fédéral du 9 juillet 1974, *Dürst-Wismer c. Liegenschaften und Beteiligungen AG*, ATF 100 II 384, JT 1975 I 334.

¹⁶¹⁴ Arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373, consid. 3a, p. 374 (liquidation de fait justifiée vu l'urgence et la situation de fait qui avait rendu impossible la poursuite du but social). Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1989, C. (non publié) cité dans l'arrêt précédant, annulant une décision de céder l'actif et le passif sans autorisation préalable.

¹⁶¹⁵ Art. 718a CO. WATTER (2002), ad art. 718a CO, no 5 ; Ce cas est assimilable à l'abus de pouvoir de représentation visé par l'arrêt du Tribunal fédéral du 19 janvier 1993, *H. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 119 II 23, consid. 3b, p. 26.

¹⁶¹⁶ Arrêt du Tribunal fédéral du 19 janvier 1993, *H. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 119 II 23, consid. 3b, p. 26.

¹⁶¹⁷ Arrêt du Tribunal fédéral du 3 juillet 2000, *G. Schwendler SA en faillite c. Kaufmann & Co*, ATF 126 III 361, JT 2001 I 131, consid. 3a et 3b, p. 134-135.

¹⁶¹⁸ Art. 718a al. 2 CO.

¹⁶¹⁹ Art. 1 al. 1 CO.

ciée par un dol ou par une erreur essentielle¹⁶²⁰, c'est-à-dire qui porte des faits que la loyauté commerciale permet de considérer comme des éléments essentiels au contrat^{1621/1622}. Cependant, dans quelle mesure, ce moyen peut-il être invoqué dans le contexte des fusions et acquisitions ? Quelle est son utilité pour faire face à des membres du conseil d'administration qui ne joueraient pas leur rôle ou qui violeraient leurs devoirs ?

En réponse à la deuxième question, relevons que cette voie de droit n'est pas ouverte aux actionnaires des sociétés participant à des fusions, des transferts d'actifs ou des acquisitions d'actions. Lors de ces transactions, la société est en effet partie au contrat et ses organes déterminent sa volonté dans ses rapports contractuels¹⁶²³. Seuls des vices de leur volonté peuvent affecter celle de la société et, même réunis en assemblée générale, les actionnaires ne peuvent pas faire valoir une erreur ou un dol à l'égard de cocontractants, pour invalider des contrats.

En revanche, lors d'offres publiques d'acquisition ou d'autres opérations sur des actions, les actionnaires vendeurs peuvent invalider le contrat de vente pour vice de la volonté¹⁶²⁴, par exemple, s'ils ont été trompés par des informations incomplètes ou fausses. En principe, l'acquéreur doit être responsable du dol¹⁶²⁵, mais celui d'un tiers peut suffire, si l'acquéreur le connaissait ou le devait connaître¹⁶²⁶, comme ce sera le cas, si le conseil d'administration trompe les actionnaires au moyen de recommandations infondées.

Par ailleurs, ces moyens posent des problèmes supplémentaires, lorsqu'ils sont invoqués contre des opérations qui modifient le capital ou la structure de la société. Selon la jurisprudence du Tribunal fédéral, le souscripteur ne peut pas invoquer de vice de la volonté après l'inscription d'une augmentation de capital¹⁶²⁷.

¹⁶²⁰ Art. 23–24 CO.

¹⁶²¹ Art. 24 al. 1 ch. 4 CO.

¹⁶²² Voir Tschäni (1991), § 7, no 65 ; Watter (1990), nos 329 ss et no 405–414.

¹⁶²³ Art. 718 CO, qui comprend tant la dimension du pouvoir d'engager la société (Watter (2002), ad art. 718 CO, no 17), que celle de l'imputation de la connaissance (Watter (2002), ad art. 718 CO, nos 34–35 ; Krneta (2001), ad art. 718a CO, nos 1993 ss).

¹⁶²⁴ Tschäni/Oertle (1998), ad art. 26 LBVM, no 9. Voir notamment l'arrêt du Tribunal fédéral du 10 mars 1971, *Felix c. Thomann*, ATF 97 II 43, JT 1972 I 47 (distinguant la vente d'une entreprise par la cession d'actions de la vente en bourse lors de l'invocation de l'erreur essentielle).

¹⁶²⁵ Art. 28 al. 1 CO.

¹⁶²⁶ Art. 28 al. 2 CO.

¹⁶²⁷ Von Steiger (1970), p. 106–107 et 302. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 5 juillet 1913, *Bach c. Spar und Leihkasse Steckborn in Liq.*, ATF 39 II 531, consid. 3, p. 534 (refusant l'invocation du dol pour libérer le souscripteur de ses obligations) ; arrêt de l'Obergericht Zurichois du 3 février 1981, ZR 81 (1981), no 17, consid. 2, p. 47 (distinguant l'invalidation pour erreur guérie par l'inscription, du vice de forme entraînant la nullité absolue et irréparable de la décision d'augmentation de capital) ; arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1976, *Schnydrig Hoch- und Tiefbau AG c. Chef du département de justice et police du canton du Valais*, ATF 102 Ib 21, JT 1977 I 251, consid. 4, p. 255 (refusant l'invocation d'erreur essentielle pour annuler une décision sociale d'augmentation) ; arrêt du Tribunal fédéral du 14 septembre 1938, *Bollag c. « Die Dame AG »*, ATF 64 II 272, JT 1939 I 6, consid. II.2.a et b, p. 14–15 (refusant l'invocation de vice de la volonté d'un souscripteur lors de la fondation).

Cette règle limite les voies de droit lors des fusions et acquisitions et, en particulier, elle empêche la société et les actionnaires de faire valoir ces moyens, après que l'opération est inscrite au registre du commerce¹⁶²⁸. Sans même passer par la nécessité de protéger la confiance des tiers, la société absorbée ne peut plus invoquer les vices de la volonté, pour la simple et bonne raison qu'elle a été dissoute sans liquidation¹⁶²⁹.

En synthèse, les actionnaires ont rarement le droit d'invoquer les vices de la volonté lors de fusions et acquisitions. Premièrement, c'est la société qui est partie au contrat et elle seule peut donc invoquer ce moyen. De plus, la sécurité du droit prévaut souvent sur l'intérêt de la société ou de ses actionnaires à annuler un contrat contraire au droit et les empêche d'agir dans ce sens.

2. *Droit de retrait en cas d'offre publique d'acquisition illicite*

Le droit boursier instaure un moyen spécifique d'annuler un contrat de vente d'actions conclu par l'acceptation d'une offre publique d'acquisition. Si cette dernière contrevient à la réglementation applicable, la Commission des OPA (ou, en cas de rejet de la recommandation de la Commission des OPA, la Commission fédérale des banques) peut l'interdire. Cette décision n'entraîne pas de plein droit la nullité des contrats conclus mais plutôt une conséquence analogue aux vices de la volonté¹⁶³⁰ : elle confère à l'acceptant, partie protégée par la législation, le droit de se retirer ou, plus précisément, d'annuler le contrat, dans un délai d'une année après l'entrée en force de la décision, par une déclaration écrite à l'offrant¹⁶³¹.

Ce droit de retrait protège seulement les destinataires contre les violations commises par l'offrant ou les personnes agissant de concert avec lui, mais non contre celles du conseil d'administration de la société visée, à moins que ce dernier n'agisse de concert avec l'offrant. Il est dans ce cas tenu aux mêmes obligations que l'offrant et s'il les viole, l'opération peut être contraire au droit des offres publiques d'acquisition¹⁶³² et donc interdite.

¹⁶²⁸ CUENDET (1974), p. 130, qui considère que l'inscription guérit le vice.

¹⁶²⁹ MEIER (1986), p. 122–124. RECORDON (1974), p. 252–254, rejette cet argument et suggère, lors des fusions sans augmentation de capital, de nommer un curateur sur la base de l'art. 393 ch. 4 CO, s'inspirant ainsi de la solution retenue par l'arrêt de la Cour de Paris du 24 avril 1967, JCP 1968 II 5517, note ORFILLA.

¹⁶³⁰ BERNET (1998), p. 141. Voir le projet de la Commission des OPA du 22 février 1996 concernant, l'ordonnance sur les offres publiques d'acquisition (Ordonnance sur les OPA) : Ordonnance et commentaires, qui se réfère explicitement à l'art. 31 CO applicable à l'invocation de vices de la volonté.

¹⁶³¹ Art. 26 LBVM et art. 6 OOPA. Comme le notent TSCHÄNI/OERTLE (1998), ad art. 26 LBVM, no 5, l'exigence supplémentaire de forme, relative à la déclaration ne trouve pas de fondement légal et la loi, contrairement à la question du délai de retrait (voir l'art. 28 lit. e LBVM), ne confère pas de compétence à la Commission des OPA pour réglementer cet aspect de ce droit.

¹⁶³² Art. 24 al. 3 LBVM.

La nature particulière de cette législation explique cette spécificité. Elle ne vise pas à interdire les offres publiques d'acquisition, mais cherche à garantir la transparence et la loyauté dans la formation des contrats conclus par cette technique. C'est pourquoi elle régit leur déroulement et l'information destinée aux actionnaires. Les violations de ces règles vicient donc la volonté du destinataire de l'offre, mais ne rendent pas l'objet du contrat illicite. La sanction est donc analogue à celle prévue en cas de vices de la volonté¹⁶³³.

Bien que le droit de retrait s'apparente à ce cas de figure, il n'absorbe pas les principes généraux du code des obligations qui y sont applicables. Chaque vendeur peut donc invalider le contrat en raison d'une erreur essentielle ou d'un dol¹⁶³⁴, s'il est induit en erreur ou même trompé par son propre conseil d'administration. Dans ce second cas, la fraude doit avoir été reconnaissable par l'offrant pour lui être opposable.

C. Action en restitution des prestations indues

L'action en restitution des prestations indues permet à la société d'exiger le remboursement de toutes les prestations que la société a versées à des actionnaires, à des membres du conseil d'administration ou à leurs proches, si elles sont en disproportion évidente avec la contre-prestation et la situation économique de la société¹⁶³⁵. Les actionnaires peuvent aussi tenter cette action qui se prescrit au terme d'un délai de cinq ans dès réception de la prestation¹⁶³⁶. Ils agissent alors en leur nom pour obtenir le remboursement de l'excédent à la société¹⁶³⁷.

Cette action est dérivée de l'enrichissement illégitime. Elle permet à la société de récupérer les fruits perçus par des violations du devoir de fidélité ou de l'égalité de traitement, ainsi que de contester fusions et acquisitions. En cas de succès, elle annule les effets financiers de ces opérations et oblige le bénéficiaire à restituer son enrichissement.

HUGUENIN JACOBS est allée plus loin. Selon elle, cette action sous-entend même l'invalidation des décisions sociales et des actes juridiques contraires à ces deux de-

¹⁶³³ Contrairement à TSCHÄNI/OERTLE (1998), ad art. 26 LBVM, no 8, l'art. 26 LBVM n'est pas une *lex specialis* à l'interdiction des contrats contraire à la loi. Art. 20 al. 1 CO. En effet, le contrat conclu dans le cadre d'une offre publique contraire à la législation n'a pas un objet contraire à la loi.

¹⁶³⁴ Art. 23-24 CO et art. 28 CO. TSCHÄNI/OERTLE (1998), ad art. 26 LBVM, no 9.

¹⁶³⁵ Art. 678 al. 2 et 3 CO. La référence à la situation économique de la société comprise dans le sens de la situation financière laisse, dans une large mesure, la doctrine perplexe, car elle juge, à raison, qu'une bonne ou mauvaise situation ne saurait justifier un traitement privilégié de certains actionnaires. KURER (2002), ad art. 678 CO, no 16 ; BÖCKLI (1996), no 1429 ; HUGUENIN JACOBS (1994), p. 275. Tout au plus, une partie d'entre elle considère – à tort – que l'on peut traiter avec plus de mansuétude les prestations indues versées lorsque la situation économique est favorable. VON BÜREN/STOFFEL/SCHNYDER/CHRISTEN-WESTENBERG (2000), no 815.

¹⁶³⁶ Art. 678 al. 4 CO.

¹⁶³⁷ Art. 678 al. 3 CO.

voirs¹⁶³⁸. A son avis, la société et les actionnaires peuvent invalider les contrats aux prestations disproportionnées conclus par des organes sociaux au nom de la société¹⁶³⁹ (sous réserve d'une nullité partielle ou même d'une nullité partielle relative¹⁶⁴⁰).

Bien que cette approche soit séduisante au vu de son but et ses effets, elle est contraire à la systématique légale. L'action en restitution des prestations indues appartient à l'ensemble des normes visant à protéger la société contre des distributions illicites de fonds propres. Elle ne vise pas à garantir le respect de l'égalité de traitement ou du devoir de fidélité, même si elle produit cet effet, mais protège les fonds propres liés, au moyen de la seule obligation de restituer le trop-perçu. Elle ne doit donc pas invalider le contrat sous-jacent¹⁶⁴¹.

En tout état de cause, l'action en restitution des prestations indues rétablit l'équilibre des transactions conclues à l'avantage d'un actionnaire, d'un membre du conseil d'administration ou de leurs proches. Dans le domaine des fusions et acquisitions, elle répare des violations de l'obligation de fidélité, notamment lors de *management buy-outs* et force les membres du conseil à renoncer à tout ou partie des *golden parachutes*. Enfin, elle prévient l'octroi d'avantages excessifs à un « chevalier blanc » ou à tout autre partisan du conseil d'administration. Leur contribution à la préservation de l'indépendance économique de la société ne justifie pas en effet l'attribution de faveur de la part de la société (actions ou actifs cédés à des prix avantageux, garanties financières, etc.).

Toutefois, la légitimation passive des bénéficiaires de la prestation pose problèmes : l'action en restitution des prestations indues, n'est ouverte que si la prestation profite à des actionnaires, à des membres du conseil d'administration ou à leurs proches, membres de leur famille, sociétés du même groupe ou intermédiaires économiques (fiduciaires, hommes de paille et autres sociétés écran)¹⁶⁴², mais non contre les membres de la direction qui ne siègent pas au conseil d'administration. De même, elle n'est pas ouverte contre tout tiers : un « chevalier blanc » ne peut en faire l'objet que s'il est actionnaire ou s'il entretient des liens étroits avec des ac-

¹⁶³⁸ HUGUENIN JACOBS (1994), p. 273–278.

¹⁶³⁹ HUGUENIN JACOBS (1994), p. 283, qui fonde ce droit sur l'art. 678 al. 3CO.

¹⁶⁴⁰ Art. 20 al. 2 CO. La nullité partielle ordinaire permet de maintenir les clauses non problématiques d'un contrat tandis que la nullité partielle relative a pour effet de modifier le contenu de la clause illicite de sorte à la ramener à des proportions licites ; HUGUENIN JACOBS (1994), p. 283–284.

¹⁶⁴¹ BÖCKLI (1996), no 1580d considère que, d'une part, l'invalidité est une menace trop importante à la sécurité du droit et, d'autre part, qu'elle dépasse le cadre de l'art. 678 CO, qui fait partie des normes destinées à protéger le capital-social. La première critique n'est pas fondée, car ce ne sont que les transactions entre la société et un cercle restreint de personnes soit les actionnaires, les membres du conseil d'administration et leur proches, qui peuvent être remises en question et non l'ensemble des contrats prévoyant des prestations en disproportion évidente avec la contre-prestation ou la situation économique de la société.

¹⁶⁴² KURER (2002), ad art. 678 CO, nos 7–8 ; BÖCKLI (1996), no 1425a.

tionnaires ou des membres du conseil d'administration. Or, s'il est souvent un actionnaire important, il arrive aussi que ce soit un partenaire ordinaire de la société.

§ 3 Responsabilité des administrateurs

I. Généralités

Alternativement ou parallèlement aux actions dirigées contre les fusions et acquisitions, la violation de leurs devoirs par les membres du conseil d'administration peut engager leur responsabilité à l'égard des actionnaires ou des cocontractants.

Sans entrer dans les détails, en droit suisse, la responsabilité d'un administrateur ou de toute autre personne qui se charge de fait de la gestion de la société suppose la réalisation de quatre conditions : premièrement, cette personne doit avoir violé un devoir légal ou statutaire, avoir agi fautivement, c'est-à-dire par intention ou par négligence, la notion de faute étant toutefois objectivée par rapport à un administrateur raisonnable. En outre, la société, un actionnaire ou un créancier doit avoir subi un dommage et, enfin, la violation doit être dans un lien de causalité naturelle et adéquate avec le dommage¹⁶⁴³. Afin de concentrer l'analyse sur les violations des devoirs, les développements suivants ne porteront pas sur les conditions de l'existence d'un dommage ou du lien de causalité.

Les actions en responsabilité se fondent sur la violation des différents devoirs des membres du conseil d'administration. Lorsqu'un administrateur viole ses obligations en tant qu'organe de gestion¹⁶⁴⁴ ou en sa qualité de personne chargée d'une opération tombant dans le champ d'application de la loi sur la fusion¹⁶⁴⁵, il répond du dommage ainsi causé selon les règles du droit des sociétés qui s'appliquent aussi quand, dans le cadre de sa gestion, il commet d'éventuels actes illicites et violations d'obligations précontractuelles¹⁶⁴⁶.

La question devient plus délicate lorsqu'une personne contrevient aux règles sur les offres publiques d'acquisition. Est-ce qu'elle commet un acte illicite, une *culpa in contrahendo* ou une violation des devoirs d'organe ? Ce problème devient encore plus aigu lorsqu'on se penche sur les autres obligations du droit boursier, en particulier, en matière d'information. Cette section aura donc pour objet de décrire brièvement les différentes actions en responsabilité ouvertes contre des violations du droit des sociétés et du droit boursier.

¹⁶⁴³ Art. 754 al. 1 CO.

¹⁶⁴⁴ Art. 754 al. 1 ou 2 CO.

¹⁶⁴⁵ Art. 107 al. 1 et 3 LFus qui renvoie aux règles du droit des sociétés anonymes.

¹⁶⁴⁶ Arrêt du Tribunal fédéral du 8 mars 1996, *X Corporation c. Q*, ATF 122 III 176, consid. 7c ; Confirmé notamment par l'arrêt du Tribunal fédéral du 11 décembre 1998, *O.S. c. B.*, ATF 125 III 82, SJ 1999 I 305, note CHAPPUIS (exigeant un rapport personnel et direct entre l'administrateur et le cocontractant pour reconnaître l'existence d'un devoir d'information précontractuelle).

II. Droit des sociétés

A. Action en réparation du dommage direct ou du dommage indirect

1. *Fondement de la distinction*

Tant la responsabilité des organes de gestion que celle des personnes qui se sont occupées de la fusion permettent de réparer les dommages causés à la société, aux actionnaires ou aux créanciers¹⁶⁴⁷.

Ces trois groupes de personnes sont légitimés à agir, la loi leur permettant de réclamer la réparation du préjudice qu'ils subissent « directement » à cause de la violation de devoirs¹⁶⁴⁸. En outre, exceptionnellement dans le système du droit privé suisse, les actionnaires bénéficient d'un droit d'action propre pour le dommage causé à la société, qui perçoit l'indemnité, en cas de succès¹⁶⁴⁹, tandis que, dans la faillite de la société, ce droit est étendu aux créanciers qui peuvent alors le faire valoir, soit collectivement par l'administration de la faillite¹⁶⁵⁰, soit individuellement si celle-ci renonce à agir¹⁶⁵¹.

2. *Evolution de la jurisprudence*

Traditionnellement, l'action des actionnaires ou des créanciers intentée pour leur propre dommage est appelée « action en réparation du dommage direct », tandis que celle qu'ils entreprennent pour réparer le préjudice causé à la société est qualifiée d'« action en réparation du dommage indirect », l'idée étant alors que le dommage causé à la société se reflète indirectement sur la valeur des actions et la valeur des créances¹⁶⁵².

La jurisprudence relative à la délimitation entre ces deux voies de droit a connu une évolution marquée au cours des deux dernières décennies¹⁶⁵³. La distinction classique tournait autour de la question du patrimoine touché en premier : si celui de la société était atteint avant celui de l'actionnaire ou du créancier, le dommage subi par ces derniers n'était qu'un effet réflexe de celui causé à la société et il était donc qualifié d'indirect, donnant alors lieu à l'action en réparation du dommage indirect. Dans le cas contraire, le préjudice était qualifié de direct et donnait lieu à l'action en réparation du dommage direct¹⁶⁵⁴.

¹⁶⁴⁷ Voir le texte de l'art. 754 al. 1 CO et de l'art. 107 al. 1 LFus.

¹⁶⁴⁸ Art. 754 al. 1 CO.

¹⁶⁴⁹ Art. 756 CO.

¹⁶⁵⁰ Art. 757 al. 1 CO.

¹⁶⁵¹ Art. 757 al. 2 CO.

¹⁶⁵² FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 36, no 15.

¹⁶⁵³ Voir HIRSCH (2000), *passim* ; TRIGO TRINDADE (1998), p. 3 ss.

¹⁶⁵⁴ Arrêt du Tribunal fédéral du 5/6 décembre 1933, *Hoirs B. et consorts c. T. et K.*, ATF 59 II 434, consid. III.2, p. 455 ; arrêt du Tribunal fédéral du 6 novembre 1951, *Buhlmann c. Bechler*, SAS 25

Cette conception traditionnelle a toutefois été remise en question par l'arrêt *Dame X c. Immorest SA*¹⁶⁵⁵, selon lequel un dommage direct au sens de la jurisprudence antérieure ne suffit pas à ouvrir la voie de l'action en réparation du dommage direct ; encore faut-il que l'administrateur l'ait causé en violant une règle destinée à protéger l'actionnaire ou le créancier. Cette jurisprudence a ainsi rattaché cette action à la théorie de la norme protectrice (*Schutzzwecknormtheorie*) connue en matière de responsabilité pour acte illicite¹⁶⁵⁶. Selon cette théorie, l'illégalité d'un comportement n'engendre une obligation de réparer que s'il viole un droit subjectif absolu (intégrité corporelle, propriété, personnalité) du lésé ou une norme ayant pour but de protéger son patrimoine.

Puis, le Tribunal fédéral a ajouté une limite supplémentaire à l'action en réparation du dommage direct, afin d'éviter une course aux prétentions en responsabilité. Dans un arrêt *X Corporation. c. Q.*¹⁶⁵⁷, il jugea que, dans la faillite de la société, cette voie ne serait ouverte que si la norme violée protège exclusivement les créanciers (ou si l'administrateur commet une *culpa in contrahendo* ou un acte illicite).

Selon un arrêt ultérieur, appliquant cette jurisprudence à un actionnaire lésé, cette exigence ne s'applique que si la voie de l'action en réparation du dommage indirect est aussi ouverte, sans que la prétention soit nécessairement fondée pour autant¹⁶⁵⁸. L'action en réparation du dommage direct devient donc subsidiaire à celle portant sur le dommage indirect, sur laquelle cette jurisprudence concentre les actions en responsabilité¹⁶⁵⁹.

3. Critique de la jurisprudence

La jurisprudence actuelle du Tribunal fédéral est contraire au code des obligations : lorsqu'elle exige la violation d'une norme visant la protection exclusive du patrimoine du créancier, elle soumet l'action en réparation du dommage direct à une condition supplémentaire, inconnue du droit de la responsabilité et fondée sur un

(1952/1953), p. 140 (rés.), p. 141. Voir FORSTMOSER (1987), no 186 ; BÜRGI/NORDMANN (1979), ad art. 753–754 CO, no 50.

¹⁶⁵⁵ Arrêt du Tribunal fédéral du 10 avril 1984, *X c. Immorest SA*, ATF 110 II 393, JT 1985 I 287, qui suit la conception de von STEIGER (1982), p. 296.

¹⁶⁵⁶ GLANZMANN (2000), p. 188 ; TRIGO TRINDADE (1998), p. 3 ss.

¹⁶⁵⁷ Arrêt du Tribunal fédéral du 8 mars 1996, *X Corporation c. Q.*, ATF 122 III 176, consid. 7c ; confirmé notamment par l'arrêt du Tribunal fédéral du 11 décembre 1998, O.S. c. B., ATF 125 III 82, SJ 1999 I 305, note CHAPPUIS.

¹⁶⁵⁸ Arrêt du Tribunal fédéral du 28 septembre 2000, *Intermandat SA c. Tubinvest Holding SA*, 4C.198/2000, non publié.

¹⁶⁵⁹ Arrêt du Tribunal fédéral du 28 septembre 2000, *Intermandat SA c. Tubinvest Holding SA*, 4C.198/2000, non publié. Voir BÖCKLI (2003), p. 36–37 ; HIRSCH (2000), p. 99, qui approuve cette solution pour des considérations pratiques. Comp. les critiques de GLANZMANN (2000), p. 168 qui suggère d'appliquer l'art. 207 LP par analogie. ROMY (2003), p. 483, à tort interprète la jurisprudence du Tribunal fédéral comme faisant dépendre la qualification du dommage exclusivement de la nature de la norme violée méconnaissant cet arrêt.

souci d'égalité des lésés, préoccupation propre au droit de l'exécution forcée¹⁶⁶⁰ qui ne devrait donc pas influencer la nature de la responsabilité des administrateurs.

En tout état de cause, jusqu'à ce jour, cette jurisprudence n'a forcé que des créanciers¹⁶⁶¹ et ne devrait pas s'étendre aux prétentions d'actionnaires. D'ailleurs, elle ne s'y prête guère. Contrairement aux premiers qui ne peuvent intenter l'action en réparation du dommage indirect qu'après l'ouverture de la faillite, ces derniers ont le droit d'agir en tout temps, pour la réparation tant du dommage direct que du dommage indirect¹⁶⁶². Si cette jurisprudence leur était appliquée dans toute sa rigueur, elle éliminerait leur action en réparation du dommage direct sauf en cas de violation d'une norme visant à protéger exclusivement leur patrimoine¹⁶⁶³.

Or, pour les actionnaires, l'action en réparation du dommage indirect ne constitue guère un substitut à l'action directe. Avant la faillite, elle profite exclusivement à la société, tandis qu'ils n'ont aucune prétention sur les sommes recouvrées¹⁶⁶⁴. L'argent retourne dans la société pour être géré par les auteurs de l'acte dommageable, à moins que l'assemblée générale n'ait révoqué entre-temps les administrateurs fautifs. Après la faillite, elle devient théorique, car les créanciers sont désintéressés en priorité sur son produit, tandis que les actionnaires ne perçoivent que les restes.

La jurisprudence actuelle ne se justifie donc ni en droit, ni en pratique, c'est pourquoi, dans un souci de systématique générale du droit suisse de la responsabilité, un retour à la jurisprudence *Immorest SA* s'impose¹⁶⁶⁵. Le droit des sociétés serait ainsi aligné avec les principes généraux du droit de la responsabilité. Par conséquent, les tribunaux devraient distinguer les dommages directs des dommages indirects, en fonction de la nature de la norme violée. Lorsque celle-ci protège le patrimoine des actionnaires, ils peuvent intenter l'action en réparation du dom-

¹⁶⁶⁰ WATTER/TRUFFER (1998), p. 1581–1584, pour un retour à la solution classique ; GLANZMANN (2000), p. 169, suggère un retour à la théorie de la norme protectrice, le cas échéant avec une application analogique de la règle de l'art. 207 LP. En faveur de cette solution pour des considérations pratiques HIRSCH (2000), p. 99.

¹⁶⁶¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 28 septembre 2000, *Intermandat SA c. Tubinvest Holding SA*, 4C.198/2000, non publié concernait un actionnaire, mais a considéré que sa jurisprudence restrictive ne s'appliquait pas faute de concours entre un dommage direct et un dommage indirect.

¹⁶⁶² Art. 756 CO. Selon la jurisprudence du Tribunal fédéral, l'action des actionnaires s'éteindrait en cas de faillite de la société. Arrêt du Tribunal fédéral du 27 août 1991, *Margrit G. c. Jürg D.*, ATF 117 II 432, JT 1993 I 72. L'arrêt du Tribunal fédéral du 8 mars 1996, *X Corporation c. Y*, ATF 122 III 166, consid. 3a, p. 169 précise que les actionnaires pourraient néanmoins agir, si tous les créanciers étaient désintéressés et que la faillite était révoquée. Voir la critique de WIDMER/BANZ (2002), ad art. 757 CO, nos 21–22 ; TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 447–448 ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (1996), § 36, no 24 et note 14 ; WATTER/TRUFFER (1998), p. 1579–1580.

¹⁶⁶³ GLANZMANN (2000), p. 188.

¹⁶⁶⁴ Art. 756 al. 1 CO.

¹⁶⁶⁵ GLANZMANN (2000), p. 168–169 et p. 334. Dans ce sens, s'agissant des actionnaires, BÖCKLI (2003), p. 63–64.

mage direct. Lorsqu'elle se soucie du patrimoine social, la voie de la réparation du dommage indirecte est ouverte.

Un actionnaire peut donc intenter les deux actions en parallèle. Contrairement à ce que laisse entendre le Tribunal fédéral, ce cumul ne contredit pas le système du droit des sociétés anonymes¹⁶⁶⁶. Il résulte du caractère ambivalent d'un grand nombre de ses règles, qui souvent garantissent non seulement le bon fonctionnement des institutions sociales, mais aussi la protection du patrimoine de l'actionnaire comme élément distinct de celui de la société¹⁶⁶⁷.

B. Violation des devoirs du conseil d'administration

1. En général

Un actionnaire peut se prévaloir d'une action en réparation du dommage direct, lorsqu'un membre du conseil d'administration viole une obligation à l'égard des actionnaires. La violation de ces devoirs lui ouvre la voie de l'action en réparation du dommage direct, tandis que les autres obligations du conseil d'administration, notamment les devoirs de diligence et de fidélité, sont relatives à la société¹⁶⁶⁸. Elles donnent donc exclusivement lieu à un dommage indirect ce qui suppose que la société soit aussi lésée¹⁶⁶⁹.

Les fusions et acquisitions sont riches en cas pouvant donner lieu à des dommages directs : d'abord, l'ensemble de ces opérations, ainsi que les mesures de défense consacrent, parfois, une inégalité de traitement entre actionnaires ou leur cause un préjudice qui n'est pas justifié par le but social. Ces violations sont susceptibles de léser directement les actionnaires. Il en va ainsi lorsque la société finance une acquisition ou une fusion en remettant au cédant ou aux actionnaires de la société absorbée des actions émises à un prix inférieur à leur valeur réelle. Dans ce cas, le conseil d'administration leur cause un préjudice non justifié, contraire aux règles applicables en cas de suppression du droit préférentiel de souscription¹⁶⁷⁰.

¹⁶⁶⁶ Arrêt du Tribunal fédéral du 8 mars 1996, *X Corporation c. Q*, ATF 122 III 176, consid. 7c ; confirmé notamment par l'arrêt du Tribunal fédéral du 11 décembre 1998, *O.S. c. B.*, ATF 125 III 82, SJ 1999 I 305, note CHAPPUIS.

¹⁶⁶⁷ HIRSCH (2000), p. 99, considère que cette solution se justifie pour éviter la course aux actions en responsabilité. Comp. GLANZMANN (2000), p. 168, qui soutient que cette réponse est contraire au droit des sociétés et qu'elle devrait se situer plutôt sur le plan du droit de la faillite, par exemple en appliquant par analogie de l'art. 207 LP.

¹⁶⁶⁸ Il faut toutefois relever que certaines violations du devoir de fidélité constituent également des violations de l'obligation de traiter les actionnaires sur un pied d'égalité. Par exemple, en avantageant l'un d'eux, l'administrateur viole son devoir de fidélité à l'égard de la société, mais aussi celui d'égalité de traitement (les autres n'ayant pas pu profiter de cet avantage).

¹⁶⁶⁹ Arrêt du Tribunal fédéral du 10 avril 1984, *X c. Immorest AG*, ATF 110 II 393, consid. 2b, p. 395 JT 1985 I 287.

¹⁶⁷⁰ Art. 652b al. 2 CO *in fine*.

2. *Violation des devoirs lors de négociations*

Il arrive aussi que les administrateurs violent leurs devoirs de diligence ou de fidélité, lors de négociations d'acquisitions d'actions ou d'actifs par la société ou lors de cessions d'actifs. Ces actes sont alors susceptibles de causer un dommage à la société et un dommage indirect aux actionnaires.

Pendant, lors de cessions d'actions par les actionnaires, leurs conséquences sont plus complexes, car la société n'est pas partie à ces opérations. On serait donc tenté de conclure que le conseil d'administration ne peut, dans ce contexte, se voir reprocher la violation des devoirs de diligence ou de fidélité.

Cette conclusion est pourtant hâtive : il peut léser la société par certaines mesures de défense, en vendant les bijoux de la couronne, ou en cédant à un *green-mail*. Cette dernière peut aussi être lésée lors d'acquisitions amicales : par exemple, les membres du conseil d'administration peuvent compromettre des secrets d'affaires en les communiquant à un acquéreur potentiel, tandis qu'un *lock-up* trop coercitif résulte parfois d'une violation du devoir de diligence ou du devoir de fidélité, causant un dommage à la société s'il est utilisé. La responsabilité des administrateurs est alors engagée par ces actes.

Néanmoins, ce préjudice n'est qu'une fraction du dommage total : les actionnaires sont les principaux perdants, car, sans égard à la situation patrimoniale de la société, ils perdent l'opportunité de réaliser une bonne affaire. Leur action en réparation d'un dommage direct est toutefois soumise à la violation d'un devoir du conseil d'administration visant à les protéger, notamment par une inégalité de traitement, par une atteinte à leur droit de vendre leurs actions ou par le non-respect du principe de la *schonende Rechtsausübung* (l'usage avec ménagement des droits).

3. *Violation des devoirs d'information*

Les devoirs d'information forment une catégorie particulière de normes susceptibles à causer un dommage direct. De jurisprudence constante, l'établissement intentionnel ou négligent de faux bilans ouvre cette action à l'investisseur qui acquiert des actions sur la foi de ce document¹⁶⁷¹. Cette conclusion devrait s'étendre aux violations de tous les devoirs d'informations et non seulement à ceux sur les états financiers.

Si, sur la base de renseignements faux ou incomplets, un actionnaire décide de céder ses titres ou, au contraire, les conserver, il peut intenter l'action en réparation du dommage direct. En revanche, si ces informations le conduisent à voter dans un sens préjudiciable à ses intérêts, il ne subira généralement qu'un dommage indirect.

¹⁶⁷¹ Arrêt du Tribunal fédéral du 19 décembre 1997, *PH S.A. c. R S.A.*, SJ 1998 553, PJA 1998 p. 1235, note GLANZMANN.

Toutefois, il risque d'avoir de la peine à prouver le lien de causalité, lorsqu'une information incomplète ou erronée l'a incité à conserver ses titres. En effet, il ne peut pas se contenter d'alléguer qu'il les aurait vendus, s'il avait disposé de renseignements corrects, car les mauvaises nouvelles n'incitent pas forcément à vendre. Il aurait ainsi pu décider de grader ses titres malgré tout, dans l'espoir d'une amélioration de la situation. En revanche, la situation est autre, lorsqu'il est le destinataire d'une offre d'acquisition déterminée, publique ou non, le lien de causalité devrait alors être plus aisément admis, car dans ce cas, il est évident qu'il a fait un choix délibéré sur la base des informations mises à sa disposition, notamment par le conseil d'administration.

4. *Violation des règles sur la fusion*

Lors de fusions, la société reprise ne peut pas se plaindre d'un dommage, car, de son point de vue, l'opération, n'étant qu'un mode de dissolution, ne peut pas lui porter préjudice¹⁶⁷². Seuls ses actionnaires sont susceptibles d'être lésés et cette atteinte est, par définition, directe puisqu'elle ne passe pas par la société¹⁶⁷³.

La situation de la société reprenante est plus délicate. D'un côté, comme elle absorbe les actifs et passifs, sa situation peut être assimilée à celle d'un acquéreur d'actifs ou d'actions. Alors, si en raison d'un manque de diligence ou de l'existence d'un intérêt contraire, les administrateurs acceptent de conclure une fusion par laquelle elle reçoit moins que prévu, ils lui causent un dommage correspondant à la différence entre les valeurs attendue et effective des actifs et passifs repris.

D'un autre côté, la fusion se distingue des acquisitions ordinaires, car elle vise à unir juridiquement deux personnes morales. La société reprenante n'a pas d'autres attentes que de recevoir tel quel le patrimoine de la société absorbée. En revanche, dans ce cas, les actionnaires de cette dernière peuvent être lésés par une sous-évaluation fautive du patrimoine repris¹⁶⁷⁴ qui viole leur droit au maintien du sociétariat lors de la fusion et engage donc la responsabilité des administrateurs.

La qualification du dommage dépend donc de l'approche retenue pour qualifier la fusion : si elle est appréhendée comme la reprise de l'ensemble des actifs et passifs d'une société par une autre, contre la remise d'actions nouvellement émises aux actionnaires de la première, leur dommage est indirect. Si, au contraire, elle est analysée comme l'union de deux sociétés, il est direct¹⁶⁷⁵.

¹⁶⁷² La théorie selon laquelle la fusion éteint toutes les prétentions que la société reprise pourrait avoir à l'égard de ses administrateurs, parce qu'elle met un terme à son existence en tant que personne juridique ne convainc guère. En effet, ses droits passent à la société qui l'absorbe et qui pourrait alors agir contre les anciens administrateurs.

¹⁶⁷³ RECORDON (1974), p. 289-290.

¹⁶⁷⁴ RECORDON (1974), p. 292, qui réserve le cas où le passif repris excéderait l'actif apporté et celui où l'excédent actif apporté serait inférieur aux soultes payées en espèces.

¹⁶⁷⁵ *Ibid.*

D'un point de vue dogmatique, jusqu'à présent le droit suisse oscillait entre les deux approches : d'une part, la fusion était conçue comme l'union de sociétés et, d'autre part, le code des obligations la traitait comme une forme particulière de dissolution de société, laissant les prescriptions légales sur la fondation ou l'augmentation de capital régler sa mise en œuvre sous l'angle de la société reprenante.

La loi sur la fusion tranche en faveur de l'approche « réunion de sociétés », en employant ces termes pour définir cette opération. De plus, elle dispense les sociétés de suivre la procédure de fondation ou d'augmentation de capital par apport en nature lors de fusion et scission. Par conséquent, les actionnaires peuvent intenter une action en réparation du dommage direct en cas de violation des règles du droit des fusions sur l'information ou sur l'évaluation des sociétés.

III. Droit boursier

A. Différences entre les devoirs du droit boursier

La législation boursière représente une source importante d'obligations pour le conseil d'administration. Ces prescriptions sont en principe mises en œuvre par un dispositif administratif qui veille seulement au respect des règles, mais ne répare pas le dommage causé aux investisseurs. Selon la nature et le but des obligations boursières, cette deuxième fonction est assumée par le droit privé et l'action en responsabilité qui prennent le relais et imputent une responsabilité aux administrateurs.

En schématisant quelque peu, ces devoirs peuvent être regroupés en trois catégories : premièrement, la loi sur les bourses requiert des bourses qu'elles soumettent les émetteurs admis au négoce à l'obligation de se conformer à des règlements de cotation conformes aux standards internationaux. Les deux autres catégories sont spécifiques à la législation sur les offres publiques d'acquisition : elles comprennent, d'une part, les devoirs de l'offrant et, d'autre part, ceux du conseil d'administration de la société visée.

Bien que ces trois catégories trouvent leur source dans la réglementation boursière, elles poursuivent des buts différents : les prescriptions liées au maintien de la cotation et, particulièrement, les obligations d'information continue sont fondées sur le rapport triangulaire entre l'émetteur, la bourse et les investisseurs. Elles assurent le bon fonctionnement du marché et la transparence nécessaires aux actionnaires. Les règles applicables à l'offrant renforcent le droit relatif à la formation de contrats de vente ou d'échange de titres par une offre publique d'acquisition. Enfin, les devoirs des organes des sociétés visées permettent aux actionnaires de décider en connaissance de cause de l'opportunité d'une telle opération.

B. Violation des devoirs de la société visée

Le droit des offres publiques d'acquisition définit les devoirs de la société visée comme autant d'obligations imposées à son conseil d'administration, en sa qualité d'organe social¹⁶⁷⁶. La violation de ces règles engage donc la responsabilité des organes de gestion en droit des sociétés.

Ces normes protègent l'actionnaire dans sa dimension d'investisseur destinataire de l'offre. Elles lui permettent de se décider librement et protègent son patrimoine. En particulier, les règles sur le rapport du conseil d'administration lui garantissent l'accès à une information complète et exacte dans ce but. Leur violation constitue donc un acte illicite¹⁶⁷⁷ : l'actionnaire peut donc intenteur une action en réparation de son dommage direct¹⁶⁷⁸. Il en va de même en cas de non-respect de la restriction de compétence des organes de gestion pendant la période d'offre, si, malgré la nullité de la décision, la société ou un actionnaire subissent un préjudice¹⁶⁷⁹.

C. Violation des devoirs de l'offrant

Le droit des offres publiques d'acquisition impose aussi des devoirs à l'offrant. Cependant, jusqu'à présent la doctrine ne s'est guère souciée des effets de leur violation. A notre connaissance, depuis l'entrée en vigueur de la loi sur les bourses, seuls WATTER et DUBS se sont prononcés sur cette question. Selon eux, le prospectus d'offre est soumis à un régime analogue aux règles sur le prospectus d'émission¹⁶⁸⁰. S'il est inexact ou trompeur, il engage la responsabilité de ses auteurs au sens large. Cette façon de voir est séduisante.

Néanmoins, au-delà de la responsabilité du fait du prospectus¹⁶⁸¹, les règles de droit boursier relatives à la transparence et la loyauté des offres publiques d'acquisition constituent des devoirs destinés à protéger le patrimoine des investisseurs¹⁶⁸² et concrétisent les obligations précontractuelles¹⁶⁸³. Leur consécration légale les en

¹⁶⁷⁶ Voir l'art. 29 al. 1 et 2 LBVM qui vise expressément le conseil d'administration.

¹⁶⁷⁷ FRAUENFELDER (2001), p. 191–192 ; WATTER/DUBS (1998), p. 1315 et 1322 ; TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 8.

¹⁶⁷⁸ PETITPIERRE-SAUVAIN (2003), p. 548–549 ; WERLEN (2001), p. 204. Voir WATTER/DUBS (1998), p. 1315 et 1322 ; TSCHÄNI/OERTLE (1999), ad art. 29 LBVM, no 8, qui retiennent un concours de responsabilités entre la responsabilité du droit des sociétés et une responsabilité extracontractuelle fondée sur le droit des marchés de capitaux.

¹⁶⁷⁹ WATTER/DUBS (1998), p. 1322.

¹⁶⁸⁰ WATTER/DUBS (1998), p. 1312. Voir, avant l'entrée en vigueur de la LBVM, STRAZZER (1993), p. 117 ss.

¹⁶⁸¹ NOTH/GRUBER (2002), p. 1448 ; WATTER/DUBS (1998), p. 1312.

¹⁶⁸² *Contra* NOTH/GRUBER (2002), p. 1443–1449 sur la qualification de la nature juridique de la responsabilité pour le prospectus d'émission.

¹⁶⁸³ STRAZZER (1993), p. 117 ss. WATTER/DUBS (1998), p. 1322, envisagent également cette voie, sans l'examiner plus avant.

distingue toutefois, puisqu'à ce titre, elles imposent de véritables devoirs généraux et non des obligations liées à une relation particulière¹⁶⁸⁴. Leur violation par l'offrant constitue donc un acte illicite.

Comme les organes de gestion de ce dernier sont personnellement tenus aux mêmes devoirs que la société, ils répondent aussi des dommages qu'ils ont causés par leur faute aux destinataires de l'offre.

D. Violation des devoirs de transparence

Le règlement de cotation, acte de droit privé établi par la SWX Swiss Exchange, prévoit la plupart des devoirs de transparence. Il lie seulement l'émetteur. Toutefois, bien que, pris à la lettre, il ne confère aucun droit aux investisseurs lésés par sa violation¹⁶⁸⁵, il doit les protéger. En effet, la bourse n'est guère autonome pour déterminer le contenu de cette réglementation, puisqu'il est prescrit par la législation boursière : il doit comprendre des prescriptions sur la négociabilité des valeurs mobilières et sur les informations à fournir aux investisseurs, afin qu'ils puissent apprécier les caractéristiques des titres et la qualité de l'émetteur¹⁶⁸⁶.

De plus, la loi détermine aussi le standard requis : le règlement de cotation doit répondre aux standards internationaux¹⁶⁸⁷. Dans une large mesure, le texte de la bourse se contente de mettre en œuvre les prescriptions légales en matière d'information aux investisseurs. Il est donc analogue aux règles de droit public qui ont pour but de les protéger¹⁶⁸⁸. C'est pourquoi une partie de la doctrine considère que la violation de ces devoirs emporte celle de normes ayant un effet protecteur, engageant la responsabilité des émetteurs pour acte illicite¹⁶⁸⁹ ou du moins pour la confiance créée¹⁶⁹⁰.

¹⁶⁸⁴ La *culpa in contrahendo* ou sa figure plus générale, la responsabilité pour la confiance créée n'est pas donnée à moins de considérer que le recours au marché des capitaux constitue le fondement d'une relation particulière entre l'offrant et tous les investisseurs. Cette hypothèse n'est, de loin pas absurde, car l'émetteur entretient des contacts de nature contractuelle ou précontractuelle avec l'ensemble du public des investisseurs. En faveur de cette analyse, PETITPIERRE-SAUVAIN (2003), p. 549–550 sur les obligations résultant du règlement de cotation ; FISCHER (1999) p. 167–168 Comp. DAENIKER/WALLER (2003), p. 98 ss ; DAENIKER (1999), ad art. 4 LBVM, nos 18–19, qui refusent tout caractère obligatoire à l'égard des investisseurs du règlement de cotation, mais qui réserve les règles générales sur l'interdiction du faux renseignement.

¹⁶⁸⁵ NOBEL (2003), p. 116 concernant de façon générale la violation des règles boursières.

¹⁶⁸⁶ Art. 8 al. 2 LBVM.

¹⁶⁸⁷ Art. 8 al. 3 LBVM.

¹⁶⁸⁸ PETITPIERRE-SAUVAIN (2003), p. 549.

¹⁶⁸⁹ BRUNNER (1998), p. 122 ; DE BEER (1998), p. 36 ; BÖCKLI (1996), no 1966z. *Contra* DAENIKER/WALLER (2003), p. 98–100 ; TAUFER (2000), p. 128 ; DAENIKER (1999), ad art. 4 LBVM, no 15 ; VON FISCHER (1999), p. 135–138 ; WIEGAND (1998), p. 159 ; NOBEL (1997b), § 10, no 152. Il existe deux arguments contre la reconnaissance d'un effet protecteur. Le premier, s'inspirant de la position allemande, considère que la législation boursière n'a qu'un effet de protection de la fonction du marché et non des investisseurs particuliers. A notre avis, il ne tient pas en matière d'information : d'une part, la loi sur les bourses a pour but de garantir la transparence à l'égard des investisseurs

Le fondement de cette responsabilité n'est pas sans conséquence pour les administrateurs. Si elle se base sur la confiance créée, les organes répondent directement aux investisseurs lésés. En revanche, si la théorie de la norme protectrice est retenue, seuls les émetteurs peuvent violer ces devoirs, les organes ne répondant, par conséquent, pas directement¹⁶⁹¹.

Toutefois, même dans cette seconde hypothèse, les membres du conseil d'administration répondent des violations du droit boursier. Ils doivent, en effet, mettre en place une structure organisationnelle adéquate pour répondre à ses prescriptions. De plus, à moins d'avoir délégué cette fonction, ils sont tenus d'exécuter personnellement les devoirs d'information.

S'ils violent l'une ou l'autre de ces obligations, un actionnaire ou la société peut les inviter à réparer tout dommage causé à la société et, en particulier, celui qu'elle subit suite à la violation de ses devoirs légaux¹⁶⁹². Il en va de même, d'ailleurs, pour l'éventuelle amende prononcée par les instances boursières¹⁶⁹³. Par ailleurs, si la violation des devoirs d'information du droit boursier se confond avec celle du de-

et, d'autre part, les renseignements exigés par le règlement de cotation doivent permettre à l'investisseur de se faire une opinion sur la valeur mobilière et la qualité de l'émetteur. Art. 8 al. 2 LBVM.

L'autre argument est fondé sur l'absence de caractère légal des normes boursières. Ce point de vue néglige les exigences des standards internationaux. Art. 8 al. 3 LBVM. L'obligation d'une publicité événementielle est prévue tant sur le plan international qu'en droit européen. Voir IOSCO (1998), p. 24 ; art. 68 paragraphe 1 de la directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et à l'information à publier sur ces valeurs. Par conséquent, ce deuxième reproche est aussi mal fondé.

¹⁶⁹⁰ PETITPIERRE-SAUVAIN (2003), p. 551–553 ; DAENIKER (1999), ad art. 4 LBVM, no 19, mais uniquement pour les fausses affirmations et non pour les omissions ; VON FISCHER (1999), p. 135–138 ; WIEGAND (1998), p. 162 ss. Plus nuancé, DAENIKER/WALLER (2003), p. 98–100. L'ensemble de ces auteurs considère que le recours au marché des capitaux suffit à créer le lien de confiance particulier entre l'émetteur et les investisseurs.

Voir WATTER (2002a), ad art. 752 CO, no 2 et WATTER/DUBS (1998), p. 1312, qui infèrent des règles sur la responsabilité du prospectus d'émission un chef de responsabilité plus général du fait de la violation des obligations de publicité des marchés de capitaux. Cette dernière théorie n'est toutefois guère fondée en droit positif actuel, ne serait-ce que parce que le législateur a limité la responsabilité au prospectus et autres instruments similaires, sans vouloir introduire une règle contre les tromperies sur le marché de capitaux analogue à la § 10(b) du Securities Act et de la Rule 10b-5 qui la met en œuvre.

¹⁶⁹¹ TRIGO TRINDADE/BAHAR (2002), p. 426.

¹⁶⁹² *Ibid.*

¹⁶⁹³ La jurisprudence du Tribunal fédéral refusant de qualifier l'amende de droit étranger comme dommage n'est pas applicable dans le cas d'espèce. Voir l'arrêt du Tribunal fédéral du 14 février 1989, *Banque X c. O*, ATF 115 II 72, consid. 3b, p. 75 ; arrêt du Tribunal fédéral du 6 mars 1960, *Confédération helvétique c. Union de Banque suisse*, ATF 86 II 71, consid. 4, p. 77–78. Dans ces arrêts, l'amende était due au comportement illicite du lésé qui a été découvert par les autorités compétentes suite au comportement fautif du responsable. Les amendes corporatives pour violations des devoirs boursiers répriment le comportement de l'organe imputé à la personne de l'émetteur. Par conséquent, elles cherchent à réprimer le comportement de l'organe qui a fautivement conduit la société à violer ses devoirs.

voir d'égalité de traitement des actionnaires, ces derniers peuvent aussi tenter une action en responsabilité pour dommage direct.

§ 4 Voies de droit administratif

I. Introduction

Le droit administratif constitue une voie alternative pour assurer le respect des devoirs du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions. La réglementation boursière est ainsi dotée d'instances propres pour surveiller sa bonne application. Dans une moindre mesure, les autorités du registre du commerce exercent aussi une surveillance sur le respect du droit des sociétés.

II. Registre du commerce

Les autorités chargées de la tenue du registre du commerce doivent veiller au respect des règles du droit des sociétés y relatif, c'est-à-dire à celles sur les inscriptions et sur les procédures connexes. Traditionnellement, cette compétence est restreinte : le préposé ne peut connaître que les violations des prescriptions formelles ou de celles destinées à la protection du public et des créanciers¹⁶⁹⁴. Malgré la proposition de KÜNG¹⁶⁹⁵, il ne peut intervenir pour protéger les actionnaires¹⁶⁹⁶.

La jurisprudence *Beauregard* a cependant nuancé cette position : elle a considéré que, s'agissant d'opérations de restructuration, le préposé jouit d'un plein pouvoir d'examen. Sur cette base, un arrêt du Tribunal administratif de la République et Canton de Neuchâtel du 7 juillet 2000 lui a reconnu ce pouvoir concernant les règles sur les fondations qualifiées de sociétés, invoquant leur effet protecteur des créanciers, puisqu'elles leur garantissent que l'apport correspond au prix

¹⁶⁹⁴ Arrêt du Tribunal fédéral du 10 avril 1991, *Schweizerische Bankgesellschaft c. Handelsregisteramt und Justizdirektion des Kantons Zurich*, ATF 117 II 186, consid. 1, p. 188-189, confirmé ultérieurement dans l'arrêt du Tribunal fédéral du 20 novembre 1998, *Beauregard Sàrl c. Chambre des recours du Tribunal Cantonal du canton de Vaud*, ATF 125 III 18, consid. 3b, p. 21, JT 1999 I 455 et dans l'arrêt du Tribunal fédéral du 19 septembre 1995, *Département fédéral de justice et police c. Radcliffes Trustee Company SA*, ATF 121 III 368, consid. 2a, p. 371.

¹⁶⁹⁵ KÜNG (1991), p. 43.

¹⁶⁹⁶ Arrêt du Tribunal fédéral du 10 avril 1991, *Schweizerische Bankgesellschaft c. Handelsregisteramt und Justizdirektion des Kantons Zurich*, ATF 117 II 186, consid. 1, p. 188-189, confirmé ultérieurement dans l'arrêt du Tribunal fédéral du 20 novembre 1998, *Beauregard Sàrl c. Chambre des recours du Tribunal Cantonal du canton de Vaud*, ATF 125 III 18, consid. 3b, p. 21, JT 1999 I 455 et dans l'arrêt du Tribunal fédéral du 19 septembre 1995, *Département fédéral de justice et police c. Radcliffes Trustee Company SA*, ATF 121 III 368, consid. 2a, p. 371.

d'émission des actions¹⁶⁹⁷. Toutefois, l'octroi de ce pouvoir ne cherche pas à protéger les actionnaires mais les tiers¹⁶⁹⁸.

Néanmoins, lorsque le préposé au registre du commerce protège les intérêts de tiers ou de créanciers, il intervient souvent aussi en faveur des actionnaires : par exemple, lors d'une augmentation de capital par un apport en nature surévalué, non seulement les créanciers sont lésés, car l'obligation de payer le prix d'émission n'est pas respectée, mais encore les actionnaires existants subissent une dilution de la valeur de leurs titres. Par conséquent, l'intervention des autorités du registre du commerce protège indirectement ces derniers contre les abus du conseil d'administration.

Malgré l'évolution consacrée par la jurisprudence *Beauregard*, le pouvoir d'examen du préposé se limite aux conditions formelles, applicables aux modifications des inscriptions et aux règles impératives visant à protéger les créanciers ou les tiers. Il ne constitue guère une voie de droit effective pour veiller au respect des devoirs du conseil d'administration en matière de fusions et acquisitions.

III. Commission des OPA et Commission fédérale des banques

La Commission des OPA veille au bon déroulement des offres publiques d'acquisition. Cette instance chargée de l'application de la législation boursière et, indirectement, du droit des sociétés¹⁶⁹⁹, supplée donc l'apathie rationnelle des actionnaires¹⁷⁰⁰.

Elle est toutefois bien moins puissante que l'on imagine : afin de garantir une procédure souple et flexible, le législateur l'a dispensée du respect de la procédure administrative ordinaire, mais, en contrepartie, il lui a retiré tout pouvoir décisionnel ; elle ne peut que formuler des recommandations qui n'obligent les parties que si elles ne les rejettent pas expressément dans un délai de cinq jours de bourse, après réception. Dès lors, à strictement parler, c'est la Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques qui est l'autorité compétente en matière d'offres publiques d'acquisition ; elle seule est dotée du pouvoir décisionnel dans ce domaine. Les parties, suite au rejet d'une décision, ou

¹⁶⁹⁷ Arrêt du Tribunal administratif de la République et Canton de Neuchâtel du 7 juillet 2000, REPRAX 2000 75, consid. 2b, p. 77. Paradoxalement, dans ce cas, les créanciers sociaux disposent de l'action en dissolution de l'art. 643 al. 3 CO (dont la portée pratique est fortement réduite par le délai de péremption de trois mois de l'art. 643 al. 4 CO) et aurait donc pu, de façon analogue aux actionnaires de l'UBS, veiller eux-mêmes à la protection de leurs intérêts. D'ailleurs, l'arrêt se réfère explicitement à la difficulté pratique de l'action civile ordinaire préconisée par KÜNG (1991), p. 44, pour justifier sa position.

¹⁶⁹⁸ Arrêt du Tribunal fédéral du 20 novembre 1998, *Beauregard Sàrl c. Chambre des recours du Tribunal Cantonal du canton de Vaud*, ATF 125 III 18, consid. 3c, p. 21–22, JT 1999 I 455.

¹⁶⁹⁹ Par le renvoi de l'art. 29 al. 3 LBVM et 36 OOPA.

¹⁷⁰⁰ Voir sur la problématique de l'action collective et de l'apathie rationnelle qui s'ensuit *supra* p. 6 ss.

la Commission des OPA peuvent donc porter une affaire à sa connaissance. Elle a aussi la faculté de se saisir d'office de toute procédure.

Au fond, les instances chargées de l'application de la réglementation des offres publiques d'acquisition sont habilitées, comme toute autorité administrative, à ordonner toute mesure nécessaire pour accomplir sa mission légale. Ce pouvoir leur permet ainsi d'aller au-delà du pouvoir du juge du droit des sociétés et, chose impensable pour ce dernier, d'annuler une décision du conseil d'administration et même l'enjoindre à adopter un comportement déterminé.

En synthèse, dans le domaine restreint qu'est le droit des offres publiques d'acquisition, le pouvoir de la Commission des OPA et de la Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques constitue un moyen effectif pour s'assurer du respect des devoirs du conseil d'administration.

IV. Instances d'autorégulation

Les bourses sont tenues de veiller au respect du règlement de cotation en vertu de la loi sur les bourses¹⁷⁰¹. Bien que leur intervention se fonde sur un mandat conféré par le droit public, elles agissent en s'appuyant sur leur rapports de droit avec les émetteurs¹⁷⁰². Les mesures prises par la SWX Swiss Exchange relèvent donc du droit privé et non du droit administratif.

Au sein de la SWX Swiss Exchange, l'Instance d'admission et, dans les cas graves, sa Commission de discipline sont compétentes pour sanctionner les conventions au règlement de cotation. Elles peuvent prononcer des sanctions allant de l'avertissement¹⁷⁰³ à la radiation de la cotation¹⁷⁰⁴. En particulier, l'Instance d'admission n'hésite guère à publier ses décisions, mesure dite de *naming and shaming*, dont le but avoué est d'inciter au respect des normes par l'atteinte à la réputation des émetteurs¹⁷⁰⁵.

Les sanctions sont dirigées contre les émetteurs, leurs représentants ou leur réviseur¹⁷⁰⁶, sans pouvoir être prononcés à l'encontre des administrateurs et autres

¹⁷⁰¹ Art. 8 al. 1 LBVM.

¹⁷⁰² TAUFER (2000), p. 1126 ; DAENIKER (1999), ad art. 4 LBVM, nos 8 ss ; LANZ (1999), ad art. 9 LBVM, no 3. *Contra* HENCKEL VON DONNERSMARCK (1996) qui, avant l'entrée en vigueur de la loi sur les bourses, adoptait la conception d'inspiration allemande que la bourse est une activité concédée par l'Etat et que la cotation est un acte de droit public.

¹⁷⁰³ Art. 82 al. 1 ch. 1 RC.

¹⁷⁰⁴ Art. 82 al. 1 ch. 6 RC. Elles sont aussi habilitées à prononcer des sanctions comme la publication d'un avis au public sur l'existence d'une sommation sans succès de publier les informations requises, la publication de celle-ci, une amende pouvant aller jusqu'à CHF 250'000.-, la suspension temporaire du négoce et la publication de la sanction (art. 82 al. 1 ch. 2-5 RC), des mesures qui sont cumulables.

¹⁷⁰⁵ Voir www.swx.com/admission/publicity_sanctions_fr.htm.

¹⁷⁰⁶ Art. 82 et 82a RC.

organes de gestion¹⁷⁰⁷. Néanmoins, elles permettent pour le moins de rendre publiques les violations de leurs devoirs, publicité qui les incite par des mécanismes liés à leur réputation personnelle, à respecter les normes boursières. Elle peut même, dans les cas graves, conduire les actionnaires à mettre en doute leur confiance en les membres du conseil d'administration.

§ 5 Conclusion

Les actionnaires disposent de nombreuses voies de droit pour vérifier si le conseil d'administration et ses membres ont joué leur rôle et respecté leurs devoirs.

Ils peuvent remettre en cause la transaction dans son principe, contester les décisions de l'assemblée générale, si elles sont viciées par des actes du conseil d'administration, ainsi que toutes les décisions de fusion ou de scission. Ils ont aussi la possibilité de révoquer leur acceptation, lors d'offres publiques d'acquisition, si l'offrant viole ses devoirs. En revanche, ils ne peuvent pas remettre en cause les autres actes du conseil d'administration comme la conclusion d'un contrat d'acquisitions d'actions ou de vente d'actifs et passifs, excepté les actes nuls ou les dépassements du pouvoir de représentation. Ces cas sont toutefois admis avec la plus grande retenue, pour préserver la sécurité des transactions.

Ensuite, les actionnaires ont la possibilité de rechercher les administrateurs pour les dommages qu'ils leur ont causés au mépris de leurs devoirs, la nature et la mise en œuvre de cette action en responsabilité variant selon le but de la norme violée : l'actionnaire peut obtenir la réparation tantôt de son propre dommage, tantôt de celui subi par la société qui l'affectent indirectement. Par exemple, lors d'acquisitions d'actions ou de patrimoine, les violations des devoirs de diligence et de fidélité causent un dommage à la société, tandis que les offres publiques d'acquisitions et les fusions peuvent léser directement les actionnaires, lorsque le conseil d'administration ne respecte pas le devoir d'égalité de traitement ou qu'il cautionne une opération prévoyant un prix, respectivement un rapport d'échange, inadéquat. Il en va de même lorsque les actionnaires subissent un dommage suite à la violation de leurs droits à d'information.

Enfin, le droit boursier met en œuvre un instrumentaire de protection des investisseurs fondé sur le droit administratif. Par ce biais, les instances administratives et les organismes boursiers compétents suppléent l'inaction des actionnaires investisseurs.

Les voies de droit varient selon la nature de la transaction : en droit positif, les offres publiques d'acquisition se distinguent des autres opérations, car elles repo-

¹⁷⁰⁷ Comp. pour les réviseurs, la sanction permettant à l'Instance d'admission de sommer la société de révision de remplacer le ou les réviseur(s) responsable(s). Art. 82a ch. 2 RC.

sent presque exclusivement sur le droit administratif. De plus, comme seules les décisions de l'assemblée générale peuvent être cassées, cette procédure contentieuse suit le système complexe de répartition des compétences dans le domaine.

La loi sur la fusion rompt toutefois avec ce lien entre la compétence et la voie de droit, en généralisant l'action en annulation. Elle innove aussi en introduisant, la possibilité pour la société de remédier au vice d'une décision. Enfin, elle permet aux actionnaires de contester le rapport d'échange, sans remettre en question le principe de l'opération.

Elle cloisonne toutefois les transaction : d'une part, elle instaure des voies de droit applicables seulement aux opérations qu'elle règle, et non à l'ensemble des fusions et acquisitions. D'autre part, elle traite différemment fusions et scissions en comparaison avec les transferts de patrimoine.

En conclusion, les voies de droit applicables aux fusions et acquisitions suivent la disparité qui leur est caractéristique et que ni la loi sur la fusion ni la loi sur les bourses n'ont cherché à résoudre. Au contraire, ces deux législations spéciales ont exacerbée ce trait : la première introduit de nouvelles voies de droit, qui sont toutefois ouvertes que pour contester certaines opérations, tandis que la seconde a institué de nouvelles autorités compétentes, mais seulement en matière d'offres publiques d'acquisitions.



CONCLUSION GÉNÉRALE

§ 1 Droit éclaté et lacunaire

L'heure est venue de dresser le bilan du rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions. D'emblée, un constat s'impose : la réglementation actuelle est lacunaire. La source du problème se situe dans la nature ambivalente de ces opérations. Indépendamment de la technique juridique utilisée, elles gravitent entre deux pôles : elles visent tantôt le regroupement d'entreprises, tantôt la prise de contrôle, cherchant tantôt à modifier le patrimoine des sociétés concernées, tantôt à transférer le contrôle. On comprend donc l'embarras du juriste.

Pour compliquer le tout, le droit suisse met à disposition de nombreuses techniques pour les réaliser. Le droit des sociétés au sens strict en instaure deux : la fusion et la scission. La première offre la possibilité de regrouper des sociétés corps et âme, patrimoine et membres (la loi sur la fusion prévoit seulement des dérogations à la continuité du sociétariat), tandis que la seconde permet à une personne morale de se séparer de tout ou partie de son patrimoine pour le transférer à une autre à laquelle ses associés participeront toujours.

À l'autre extrême du spectre, certaines fusions et acquisitions reposent sur une base exclusivement contractuelle, en transférant un patrimoine déterminé. Traditionnellement, ces acquisitions étaient mises en œuvre par une série de transferts de propriété, de cessions de créances et de reprises de dettes ou de contrats. Désormais, la loi sur la fusion simplifie ces acquisitions par le transfert de patrimoine, institution qui permet de transférer d'un seul acte un ensemble d'actifs et passifs. Elle ne change pas pour autant la nature juridique de cette dernière qui demeure sous l'empire du droit des contrats.

À la croisée des chemins entre droit des sociétés et droit des contrats, les acquisitions d'actions, y compris par le biais d'offres publiques, permettent d'exercer de façon déterminante les droits de sociétariat et, donc, de prendre le contrôle.

Cette diversité des techniques a occulté l'essentiel : toutes ces opérations occupent des fonctions équivalentes. Elles permettent de réaliser des fusions et acquisitions ou, en d'autres termes, de regrouper des entreprises ou en prendre le contrôle. Cette équivalence fonctionnelle plaide en faveur d'une définition du rôle du conseil d'administration homogène et indépendante de la technique juridique.

Or, le législateur n'a pas procédé de la sorte. Certes, la décennie écoulée est marquée par le passage d'un droit lacunaire à un foisonnement d'innovations législatives comme la loi sur la fusion et la loi sur les bourses ainsi que plus généralement avec l'avant-projet de loi fédérale sur l'établissement et le contrôle des comptes an-

nuels. Toutes améliorent la sécurité du droit et la protection des actionnaires ou investisseurs, mais elles consacrent un droit éclaté : il est déjà nécessaire de consulter trois textes légaux pour appréhender cette problématique et, bientôt, un quatrième s'ajoutera à ce décompte.

Cette dissémination des sources se reflète également sur le plan des solutions retenues. Le droit au sociétariat illustre ce propos : il a longtemps été un droit acquis absolu, donc inaliénable sans le consentement de l'intéressé. Relativisant ce principe, la loi sur les bourses a introduit le *squeeze-out* à la disposition de l'actionnaire détenant plus de 98% des actions d'une société cotée suite à une offre publique d'acquisition, tandis que la loi sur la fusion ne suit aucune de ces solutions : elle permet de déroger à la continuité du sociétariat par une décision prise à la majorité de 90% des « associés ».

Ce foisonnement des textes conduit à une absence de vue d'ensemble et à une disparité au sein des divers régimes juridiques. Le choix de procéder par des lois spéciales, et non par une révision du code des obligations, est emblématique de la renonciation à toute ambition de former un système juridique clair et systématique, *leitmotiv* des grands projets de codification...

§ 2 Absence de système de répartition des compétences

Cette absence de réflexion systématique à propos des fusions et acquisitions se reflète dans la définition du rôle du conseil d'administration : la délimitation de ses compétences est régie par un système d'une complexité byzantine. La fusion et la scission font l'objet d'une attribution de compétence claire : le conseil conclut le contrat ou le projet et l'assemblée générale l'approuve. En revanche, les autres opérations demeurent vagues, car le législateur n'a pas jugé utile de les régir que ce soit par des règles générales ou spécifiques.

La jurisprudence a donc, pour éviter que ces décisions importantes ne soient de la seule discrétion du conseil d'administration, soumis à la compétence de l'assemblée générale l'approbation de fusions et acquisitions qui entraînent de fait une modification du but social ou une liquidation de la société. Si son but protecteur est louable, il met cependant en péril la sécurité du droit, car ces deux notions sont incertaines et la frontière entre une opération de gestion ordinaire et une décision soumise à l'assemblée générale peut être délicate à marquer. Or, la conséquence peut être grave, car, en l'absence d'une telle décision, la société anonyme n'est pas liée.

Ce recours à des critères différents selon la technique utilisée est représentatif d'un manque de systématique par rapport à l'ensemble des techniques existantes. Or, ce défaut n'est pas purement esthétique, puisqu'en pratique, il peut inciter les planificateurs à passer par des chemins détournés, pour arriver à un résultat donné

sans devoir consulter les actionnaires. Cette conséquence engendre des coûts de transaction plus importants. Il conduit aussi à une protection moindre des différents intérêts en présence.

Malgré ce manque de structure d'ensemble, le conseil d'administration exerce un rôle central lors des fusions et acquisitions. Il a la charge de préparer et négocier les termes de l'accord ou du moins d'en approuver le contenu final. Sous réserve de rares exceptions, il est aussi compétent pour décider de procéder à des fusions ou acquisitions ou, du moins, pour décider de les soumettre à l'assemblée générale. Il intervient et statue avant que la décision relative à une opération importante soit prise par la société.

§ 3 Systématique grâce aux devoirs généraux

La faible quantité de prescriptions spécifiques aux fusions et acquisitions peut sembler problématique. En réalité, les devoirs généraux des organes de gestion de la société anonyme fournissent un standard de comportement souple à même de remédier au silence de la loi et d'appréhender l'ensemble de ces transactions. Cette solution est certes floue, mais elle donne au droit des sociétés une grande flexibilité : au lieu de solliciter le législateur à chaque évolution de la pratique, ces grands principes déterminent le comportement des membres du conseil d'administration.

Le devoir de diligence dicte ainsi comment négocier une fusion ou une acquisition et l'étendue de l'information à remettre avant une assemblée générale. Il délimite même les cas, dans lesquels le conseil d'administration peut prendre des mesures de défense. En définitive, il commande, dans toutes ces situations, un comportement adéquat, mûrement réfléchi et fondé sur une information complète.

Dans sa composante positive, le devoir de fidélité demande aux administrateurs de réaliser au mieux le but lucratif de la société. Ces derniers disposent dans sa mise en œuvre d'un large pouvoir d'appréciation, sauf si leur décision est marquée par un conflit d'intérêts. Alors, le devoir de fidélité, dans sa composante négative, leur interdit de favoriser leurs propres intérêts ou les ceux de tiers, au détriment de la société anonyme. Ils doivent donc éviter de la léser lorsqu'ils se trouvent dans une situation de conflit d'intérêts flagrant, comme en cas de *management buy-outs*, mais aussi de conflits plus pernicieux, notamment lors d'offres hostiles.

Enfin, le principe d'égalité de traitement des actionnaires garantit à ces derniers que le conseil d'administration n'utilise pas ses compétences pour favoriser certains d'entre eux. Dans le domaine de l'information, ce principe promet aux actionnaires que personne, sous réserve des initiés tenus à un devoir de confidentialité, ne bénéficiera d'informations privilégiées susceptibles de les intéresser. Il les protège aussi de mesures de défense préjudiciables, notamment de faveurs accordées à un chevalier blanc ou discriminations d'actionnaires dissidents.

En résumé, les devoirs généraux, qui constituent des standards et non des règles détaillées, permettent de structurer le rôle du conseil d'administration en prescrivant les lignes directrices de son action. Ils permettent ainsi de conjuguer flexibilité, sécurité et équité : ils s'adaptent aux circonstances, mais leur principe reste immuable. Ils représentent ainsi l'outil parfait pour régir la vie des affaires, en particulier les fusions et acquisitions. Leur redécouverte permet ainsi de systématiser le droit des fusions et acquisitions.

§ 4 Rôle croissant du droit boursier

Lors de notre introduction déjà, nous avons souligné l'apparition dans les faits d'un droit de la société anonyme cotée, société anonyme ordinaire, dont le fonctionnement est bouleversé par le droit boursier. Ce dernier améliore la qualité des rapports périodiques et requiert une publicité événementielle des fusions et acquisitions. Il garantit l'égalité de traitement, en interdisant les opérations d'initiés, la transmission d'informations privilégiées et les manipulations de cours. Enfin, il intervient dans la gestion des sociétés cotées, le Code suisse de bonne pratique et la directive sur le *Corporate Governance* de la SWX Swiss Exchange les incitant à se soucier davantage de cette question. Ces devoirs se répercutent aussi lors des fusions et acquisitions par une transparence accrue et un souci plus marqué de respecter les principes de bonne gestion.

En plus de cette réglementation générale, le droit boursier intervient dans le domaine des offres publiques d'acquisition. Il met en place un cadre juridique pour garantir la loyauté et la transparence de leur déroulement. Il prévoit ainsi des devoirs d'information importants, tant pour l'offrant, tenu de présenter un prospectus d'offre complet et exact, que pour le conseil d'administration, obligé de remettre à ses actionnaires un rapport sur l'offre.

Il régit également les mesures de défense : d'une part, il interdit au conseil d'administration et à la direction de modifier substantiellement la composition de l'actif ou du passif de la société visée. D'autre part, il les force à adopter un comportement neutre lors d'offres concurrentes, afin de laisser les actionnaires choisir librement celle qui leur paraît opportune.

En définitive, le développement de cette réglementation a amélioré la protection de ces derniers, dans leur dimension d'investisseurs. Cependant, leurs besoins dépassent la problématique de la protection des investisseurs et englobent les moyens d'exercer au mieux les droits sociaux. C'est pourquoi, dans ce domaine aussi, on peut regretter une approche systématique et fonctionnelle : seules les offres publiques sont traitées, alors qu'une réglementation plus détaillée des conditions d'exercice du droit de vote serait justifiée.

§ 5 Redéfinition systématique du rôle du conseil d'administration

Finalement, la définition légale du rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions résulte d'un droit épars, marqué par la diversité de ses sources et une absence de systématique. Le juriste, et l'administrateur diligent *a fortiori*, ne peuvent pas dans cette situation se fier aux apparences. Ils doivent jongler avec les lois et essayer de concilier les incohérences. Ce travail implique tant une connaissance des règles générales qu'une lecture soigneuse des prescriptions administratives de détail.

Dans ce contexte, le droit ne doit pas se contenter de trouver des solutions à des problèmes particuliers, mais doit plutôt systématiser ses règles éparses. Partant des devoirs généraux, il doit élaborer des prescriptions applicables aux cas concrets. Il doit conceptualiser les principes résultant de cette pratique, afin de transformer le droit des fusions et acquisitions en un ensemble cohérent et systématique.

Cette mission est encore en devenir. Bien qu'aucun pays au monde ne soit parvenu à mettre en place une législation entièrement cohérente dans ce domaine, la réalisation de cette finalité est nécessaire : la pratique peut vivre avec un système peu cohérent, le droit non. Les incohérences s'attaquent à ses fondations mêmes, réduisant à néant les buts protecteurs des diverses sources. Cette thèse a voulu contribuer à cet effort. Si, à son terme, le droit des fusions paraît déjà plus systématique, elle aura atteint son but.

SUMMARY

A fragmentary law

This book seeks to offer a systematic understanding of the role of the board of directors in mergers and acquisitions. However, this task is complex, because, in spite of the sheer quantitative and qualitative importance of these transactions, the law is fragmentary. This problem originates from the ambivalent nature of these transactions. Without considering the legal technique used, they move between two poles: on the one hand, they are used to regroup businesses and bring together the assets of two firms. On the other, they are tools for transferring control. Not surprisingly, the lawyer is perplexed by this stark contrast.

More importantly, Swiss law, like many others, provides numerous instruments to carry out these transactions. Corporate law provides two statutory techniques: the merger (*fusion, Fusion*) and the division (*scission, Spaltung*). The former allows two companies to unite their estates and their members (the Merger Act provides only a few exemptions to the perpetuity of membership), whereas the latter enables a company to give up all or part of its assets and transfer it to another one in which its members will also participate.

At the other end of the spectrum, mergers and acquisitions can also rely exclusively on contract law and be implemented as a mere transfer of specific assets. Traditionally, practitioners carried out these transactions as a series of transfers of property, assignment of claims, liabilities and contracts. From now on, with the introduction of the Merger Act, these acquisitions will be simplified through the newly created institution of transfer of estates (*transfert de patrimoine, Vermögensübergang*), which allows the transfer by a single legal act of several assets and liabilities. However, this new statute does not change the legal nature of this technique, which remains within the empire of contract law.

At crossways between contract and corporate law, share purchases, including through tender offers, provide a tool to exercise a determining influence through corporate entitlements, and in particular, votes at general meetings, and hence to take control over a company.

This diversity has hidden the core aspect of all these instruments: all of them have an equivalent function within the system of corporate law. They are tools to carry out mergers and acquisitions or, in other words, to consolidate business or to transfer control. This functional equivalence is an argument in favor of a consistent and form-independent definition of the board of directors' role.

Yet the legislator did not act this way. Admittedly, the past decade is marked by the transition from an incomplete law to a proliferation of statutory innovations, such as the Merger Act and the Stock Exchange Act as well as more generally, the preliminary bill for a federal act on the preparation and the control of annual fi-

nancial statements and each one of these statutory instruments improves the legal safety and protection of shareholders or of investors. Nevertheless, together they produce a shattered law. Today, a lawyer has to parse through three legal instruments to examine this issue, and soon a fourth one will be added to the list.

This dissemination of legal sources has consequences at the level of the solutions each act offers to common problems. The right to the continuity of membership is a perfect example: it was the archetypical absolute vested right; the consent of the interested shareholder was a prerequisite to change or suppress it. Yet, the Stock Exchange Act made this principle a relative one: it introduced into Swiss law a provision allowing a controller to squeeze-out minority shareholders upon acquiring more than 98% of the shares in a listed company through a tender offer. Moreover, the Merger Act is consistent with none of these solutions: it allows, companies, in the realm of mergers, to give perpetuity of membership subject to a resolution approved by 90% of its «partners» (*associé, Gesellschafter*), whereas this solution is not available in the realm of divisions.

In sum, the proliferation of statutory instruments has led the law to lose sight of the larger picture and provide for incongruous legal institutions. The very choice to proceed by specific acts, instead of a revision of the Code of Obligations, is but a symbol that the lawmakers have given up any ambition to create a clear and systematic legal order, the leitmotiv of the grand codification projects.

The Lack of a System of Competence Sharing

Our approach to the role of the board of directors calls for distinguishing two dimensions: the first dimension is that of competences, which define who within an organization is entitled to take a decision, from an internal perspective (competences) and in respect of third parties (powers), whereas the second dimension concerns duties, which prescribe how a competence or a power should be used. Each one of these dimensions play a key role in defining what role the board of directors should play during mergers and acquisitions, yet both suffer from a lack of a systematic approach.

Indeed, this defect disfigures the definition of the competence of the board: the rules governing this issue are characterized by a labyrinthine complexity. Mergers and divisions are the object of a clear rule on the attribution of competence: the board of directors agrees to the contract or project and the general meeting approves it. However, the other transactions are governed by vague principles, because the lawmakers did not feel the need to provide for general or specific rules.

Case-law therefore had to intervene to prevent the board of directors from exercising a discretionary decision-making power on these deals. It relied on the doctrine of *de facto* modification of the corporate purpose and *de facto* liquidation to require the approval of the general meeting. Although the policy and principles

guiding these decisions are justified, they endanger legal certainty, because the limits of these doctrines are subject to controversy and a judge may find it difficult to distinguish an ordinary management decision from an important one, which would call for shareholder approval. This problem is highly sensitive, as a decision, which is taken without an appropriate shareholder resolution, does not bind the company in any way whatsoever.

This reliance on different criteria depending on the technique which is used is emblematic of a lack of a systemic approach to the palette of available instruments. Moreover, this criticism is not a mere esthetic defect: it allows dealmakers to achieve their goal without consulting their shareholders. Thus, this fragmentary approach not only induces higher transaction costs, but also leads to an erosion of shareholder protection.

In spite of this lack of an all-encompassing structure, the board of directors exercises a central role during mergers and acquisitions. It is in charge of preparing and negotiating the terms of the agreement, or at least, of approving its final version. Subject to a few exceptions, it is competent either to approve transactions or to present them to the general meeting. In other words, it has the duty to intervene and rule on an important decision before it binds the company.

The Systematizing Function of General Duties

As we look into the substance of duties, the small amount of specific rules on mergers may, *prima facie*, seem to be a problem. However, as a matter of fact, the general duties of corporate executive bodies provide an open-textured standard, which is more able than specific rules to remedy the gaps in the statutory provisions and cope with all the existing transactions as a whole. Although this solution remains vague and uncertain, it provides corporate law with a great degree of flexibility. Instead of calling in the parliament every time practitioners innovate and create a new technique, the higher level principles are supple enough to determine how the members of the board of directors should act.

The duty of diligence, thus, dictates how to negotiate a merger or an acquisition. It outlines the scope of the preliminary duties of information owed by the board of directors prior to the general meeting. It requires that board members act with the same care that an experienced director would in carrying out his tasks and provide shareholders with enough information for them to be able to adequately decide on objects which are presented to them. This duty also sets the framework for deciding when and how the board of directors is allowed to take defensive measures in light of a hostile tender offer. In sum, it calls, in all situations, for a behavior decided through an adequate process and based on appropriate information.

In its positive component, the duty of loyalty asks directors to deploy their best efforts to realize the for-profit purpose of the company. However, they enjoy a discretionary power in deciding how to achieve this goal, unless if they are caught in a conflict of interests. In such a case, the negative component of their duty of loyalty comes into play and bars them from favoring their own interests at the expense of the company. They have to avoid any action which could cause a prejudice to the company, both when in obviously conflicted settings, such as management buy-outs, and when the conflicts are less perceptible, such as in the case of hostile tender offers.

Finally, the principle of equal treatment of shareholders warrants that the board of directors shall not exercise its powers to favor some shareholders at the expense of the others. This duty plays an important role in the context of disclosure: it ensures for the shareholders that nobody, except for insiders, who owe a duty of confidentiality, will have access to privileged information. It also protects them from certain defensive measure, such as favors granted to a white knight or discriminatory actions against dissenting shareholders.

In sum, the general duties, because they are standards not specific rules, permit the law to structure the role of the board of directors through a general outline of its tasks. Thus, they combine flexibility, certainty and fairness. Even if they can be adjusted to the circumstances, their core remains unchanged. They constitute a perfect tool to regulate business, and in particular mergers and acquisitions. As such they deserve to be re-evaluated and relied on to systematize the law of mergers and acquisitions.

The Increasing Role of Securities Regulation

Within the last ten years, the nature of Swiss corporate law has dramatically changed: from a factual perspective, a new corporate entity has appeared in the shadow of the classical company limited by shares (*société anonyme, Aktiengesellschaft*), namely the listed limited company. Although formally it is organized as company limited by shares, securities regulation upsets the traditional rules. This new regulatory framework improves the quality of financial reporting and requires the timely disclosure of mergers and acquisitions. It guarantees the equal treatment of investors, through a ban on insider trading, on the communication of material non-public information and on manipulative practices. Finally, it intervenes within the governance of listed companies: the Swiss Code of Best Practice and the Corporate Governance Directive of the SWX Swiss Exchange together provide incentives for corporations to care more about this issue. Overall these rules bear consequences in the realm of mergers and acquisitions through an enhanced disclosure and an expressed concern to comply with principle of good governance.

In addition to these general rules, securities regulation tackles specifically tender offers. It sets up a legal framework shaped to ensure loyalty and transparency. Hence, it provides for substantial disclosure requirements both for the offeror, who is under the obligation to present a true and complete offering prospectus, and for the board of directors, who has to draw up a report on the offer for the shareholders.

It also governs defensive measure: on the one hand, it forbids the board of directors and the management from substantially modifying the assets and the liabilities of the target company. On the other, it forces them into a neutral position in the event of competing bids, letting the shareholders decide freely which offer seems the best for them.

In a nutshell, the development of this branch of regulation has improved the protection of shareholders, as investors. Nevertheless, their needs are not limited to this dimension: shareholders should also be protected when they are called upon to exercise their voting rights and all their other social rights more generally. Therefore, in this context too, we regret that the law did not take a more functional and systematic approach to the problem. Instead of limiting itself with the regulation of tender offers, it should also have attempted to improve the conditions under which voting rights are exercised.

A Systematic Redefinition of the Role of the Board of Directors

In conclusion, the legal definition of the role of the board of directors during mergers and acquisitions is the outcome of a scattered and fragmentary law, characterized by the diversity of its sources and the lack of a system. The lawyer and, more importantly, the diligent director cannot, in this situation, simply trust what they see. They have to juggle with numerous statutes and try to reconcile the inconsistencies. This effort implies both knowledge of the general standards and a careful examination of the specific and detailed regulations.

For the law can do more than just provide answers to specific issues; it can go one more step and try to connect these scattered rules and systematize them. Taking the general duties as a starting point, it must elaborate detailed rules which are applicable to specific cases. At the same time, it must conceptualize the principles which are embedded in practical solutions. Moving on both fronts, it will transform the law of mergers and acquisitions into a more systematic and consistent framework.

The realization of this mission is yet to come: no jurisdiction has managed to implement an entirely consistent legislation in this context. However, the issue is not a practical one: practitioners can live with an inconsistent framework; it is the law which cannot. Inconsistencies undermine its foundations; they annihilate the principles and policies embedded in each rule. This book tried to contribute to developing a more coherent legal framework and if, in conclusion, the law of mergers and acquisitions seems overall more systematic, it will have achieved its goal.

BIBLIOGRAPHIE

A

- ALLEN William T. (2000), « Understanding Fiduciary Outs : The What and the Why of an Anomalous Concept », 55 *The Business Lawyer* (2000), p. 653.
- ASQUITH Paul, WITZMAN Thierry (1990), « Event risk, covenants, and bondholder returns in leveraged buyouts », *Journal of Financial Economics* 27 (1990), p. 195.

B

- BACHMANN Raoul-Philip (1992), *Mehrstufige Übernahme schweizerischer Publikumsgesellschaften*, thèse Zurich : Schulthess 1993.
- BAIRD Douglas G., GERTNER Robert H., PICKER Randal C. (1994), *Game Theory and the Law*, Cambridge, MA, Londres : Harvard University Press 1994.
- BALLMOOS Thomas von (1999), « Art. 23 Abs. 3 VE Fusionsgesetz – ein problematischer Schritt in Richtung eines allgemeinen Rechts zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre », *RSJ* 95 (1999), p. 113.
- BÄR Rolf (1959), « Grundprobleme des Minderheitenschutzes in der Aktiengesellschaft », *RJB* 95 (1959), p. 369.
- BEBCHUK Lucian (1982a), « The Case for Facilitating Competing Tender Offers », 95 *Harvard Law Review* (1982), p. 1028.
- BEBCHUK Lucian (1982b), « The Case for Facilitating Competing Tender Offers : A Reply and Extension », 35 *Stanford Law Review* (1982), p. 23.
- BEBCHUK Lucian, HART Oliver (2002), « Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control », ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper no 02, 2002, October 2002, < <http://www.ecgi.org/wp/f0402.pdf> >.
- BEHNISCH Urs R., BÜCHI Raffael (2001), « Mängel des Entwurfs zum Fusionsgesetz im Bereich der Spaltung », *Jusletter* 24 septembre 2001, < <http://www.weblaw.ch> >, jusletter, Artikel.jsp?ArticleNr=1309.
- BECKER Hans (1941), *Obligationenrecht : Allgemeine Bestimmungen*, in : *Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht*, Vol. VI/1, Berne : Staempfli 1941.
- BERLE Adolf A., MEANS Gardiner (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World 1932, cité d'après l'édition, New Brunswick, NJ : Transaction Publishers 1991.
- BERNET Robert (1998), *Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG)*, thèse Bâle, Berne : Staempfli 1998.
- BERSET Marie-France (1988), *L'administrateur non directeur de la société anonyme en droit suisse et américain*, thèse Neuchâtel, Morges : Cabédita 1988.

- BERTEL Jean-Pierre (1996), « Liberté contractuelle et sociétés », *Revue trimestrielle de droit commercial* 1996, p. 595.
- BERTSCHINGER Urs (1997), « Rechtsfolgen bei Verletzung börsen- und bankengesetzlicher Meldepflichten für qualifizierte Beteiligungen », *PJA* 1997, p. 283.
- BERTSCHINGER Urs (1998), « Zu den börsengesetzlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen – Art. 29 Abs. 2 BEHG – », *RSJ* 94 (1998), p. 329.
- BERTSCHINGER Urs (1999), *Arbeitsteilung und aktienrechtliche Verantwortlichkeit*, Habil., Zurich : Schulthess 1999.
- BHAGAT Sanjai, SCHLEIFER, Andrei, VISHNY Robert (1990), « Hostile Takeovers in the 1980s : The Return to Corporate Specialization », *Brookings Papers : Microeconomics* 1990, p. 1.
- BINDER Andreas (1987), *Die Verfassung der Aktiengesellschaft*, thèse Bâle, Grösch : Ruegger 1987.
- BISSARA Philippe (1999), « L'intérêt social », *Revue des sociétés* 1999, p. 5.
- BLACK Bernard (1989), « Bidder Overpayment in Takeovers », 41 *Stanford Law Review* (1989), p. 597.
- BÖCKLI Peter (1989), *Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates*, Zurich : Schulthess 1989.
- BÖCKLI Peter (1994), *Die unentziehbaren Kernkompetenzen des Verwaltungsrates*, Zurich : Schulthess 1994.
- BÖCKLI Peter (1995), « Droit des marchés de capitaux – La vis se resserre », *RSDA* 67 (1995), p. 218.
- BÖCKLI Peter (1996), *Schweizer Aktienrecht*, 2^{ème} éd., Zurich : Schulthess 1996.
- BÖCKLI Peter (1996a), « Corporate Governance : The « Cadbury Report » and the Swiss board concept of 1991 », *RSDA* 68 (1996), p. 149.
- BÖCKLI Peter (1997), « Leitungsbefugnisse des Präsidenten in der Generalversammlung », in : *Rechtsfragen um die Generalversammlung*, Zurich : Schulthess 1997, p. 47.
- BÖCKLI Peter (1998), « Gewährleistungen und Garantien in Unternehmenskaufverträgen », in : TSCHÄNI Rudolf (éd.), *Mergers & Acquisitions*, Zurich : Schulthess 1998, p. 59.
- BÖCKLI Peter (1999), « Corporate Governance : Stand der Dinge nach den Berichten « Ham-pel », « Viénot » und « OECD », sowie den deutschen KonTraG », *RSDA* 71 (1999), p. 1.
- BÖCKLI Peter (2000), « Corporate Governance auf Schnellstrassen und Holzwegen », *L'expert comptable suisse* 2000, p. 133.
- BÖCKLI Peter (2002), « Revisionsfelder im Aktienrecht und Corporate Governance », *RJB* 138 (2002), p. 709.
- BÖCKLI Peter (2003), « Verantwortlichkeit der Organmitglieder : Hürdenlauf der direkt Geschädigten », in : BAER Charlotte (éd.), *Aktuelle Fragen zur aktienrechtlichen Verantwortlichkeit*, Berne, Stuttgart, Vienne : Haupt 2003, p. 27.
- BOEMLE Max, STOLZ Carsten (2002), *Unternehmensfinanzierung*, 13^{ème} éd., Zurich : Verlag des Schweizerischen Kaufmännischen Verbandes 2002.

- BOHRER Andreas. (1997), *Unfriendly Takeovers, unfreundliche Unternehmensübernahmen nach schweizerischem Kapitalmarkt- und Aktienrecht*, thèse Zürich : Schulthess 1997.
- BORNER Harald (1998), « Die Regulierung des Schweizer Takeover-Marktes : Eine ökonomische Analyse », *RDS* 117 (1998) I 263.
- BRANDEIS, Louis (1914), *D. Other People's Money and How the Bankers use it*, New York 1914, cité d'après l'édition. New York: Bedford Books of St. Martin's Press 1995.
- BREALEY Richard, MYERS Stewart (1996), *Principles of Corporate Finance*, 5^{ème} éd., New York, etc. : McGraw-Hill 1996.
- BRETTON-CHEVALIER Claude (2002), *Le gérant de fortune indépendant*, thèse Genève, Zurich : Schulthess 2002.
- BRÜGGER Urs, DUBS Dieter (2000), « Zum räumlichen Anwendungsbereich der börsenrechtlichen Übernahmeregeln », *RSDA* 72 (2000), p. 69.
- BRUNNER Christoph (1998), *Liability of a Publicly Held Corporation for a Violation of a Duty to Disclose, in Particular the «Ad Hoc Publicity» : Comparative Study of the Relative Law in the United States and Switzerland*, Berne : Staempfli 1998.
- BUCHANAN James M., TULLOCK Gordon (1962), *The Calculus of Consent : Logical Foundations of Constitutional Democracy*, Ann Arbor, MI : Ann Arbor Paperback, Michigan University Press 1962.
- BUCHER Eugen (1988a), *Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil ohne Deliktrecht*, 2^{ème} éd. Zurich 1988.
- BÜCHI Raffael (2001), *Spin-off : Rechtliche Aspekte von Abspaltungen bei Publikumsgesellschaften*, thèse Berne : Staempfli 2001.
- BÜREN Bruno von (1964), *Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil*, Zurich : Schulthess 1964.
- BÜREN Roland von (1998), « Inkompatibilitäten zwischen Aktien-, Kartell- und Börsenrecht bei Unternehmensübernahmen », in : BÜREN, Roland von (éd.), *Aktienrecht 1992–1997 : Versuch einer Bilanz*, Berne : Staempfli 1998, p. 151.
- BÜREN Roland von, BÄHLER Thomas (1996), « Eingriffe des neuen Börsengesetzes ins Aktienrecht : ein weiteres Kapitel in der Diskussion um die Einheit des Aktienrechts », *PJA* 5 (1996), p. 391.
- BÜREN Roland von, KINDLER Thomas (1998), « Der Vorentwurf zu einem neuen Bundesgesetz über die Fusion, Spaltung und Umwandlung von Rechtsträgern (Fusionsgesetz, FusG) », *RSDA* 70 (1998), p. 1.
- BÜREN Roland von, STOFFEL Walter A., SCHNYDER Anton K., CHRISTEN-WESTENBERG Catherine (2000), *Aktienrecht*, Zurich : Schulthess 2000.
- BURGARD Ulrich (1998), « Ad hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten und mehrstufigen Entscheidungsprozessen », *ZHR* 162 (1998), p. 51.
- BÜRGI Wolfhart (1957), *Die Aktiengesellschaft, Die Rechte und Pflichten der Aktionäre*, in : *Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch*, vol. V/5/b/1, Zurich : Schulthess 1957.

- BÜRGI Wolfhart (1964), « Bedeutung und Grenzen der Interessenabwägung bei der Beurteilung der gesellschaftlichen Probleme », *Etudes de droit commercial en l'honneur de Paul Carry*, Genève : Georg 1964, p. 1.
- BÜRGI Wolfhart (1969), Die Aktiengesellschaft, Art. 698–738 CO, in : *Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch*, vol. V/5/b/2, Zurich : Schulthess 1969.
- BÜRGI Wolfhart, NORDMANN-ZIMMERMANN Ursula (1979), *Die Aktiengesellschaft und die Kommanditaktiengesellschaft*, Art. 739–771 CO, in : *Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch*, vol. V/5/b/3, Zurich : Schulthess 1979.
- BURKHALTER, Thomas (2001), *Einheitsaktien : Ihre Einführung und Existenz im Lichte der Diskussion um Corporate Governance*, thèse Bâle, Zurich Schulthess 2001.

C

- CAHN Andreas (1998), « Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG », *ZHR* 162 (1998), p. 1.
- C.E.J.E. (1984), *Colloque international, L'avant-projet de loi fédérale sur les opérations d'initiés*, Genève : Georg 1984.
- CHAPPUIS Christine (1997), « L'abus du pouvoir d'appréciation : le fondé de procuration devenu organe », *PJA* 6 (1997), p. 689.
- CHARLESWORTH & MORSE, MORSE Geoffrey, MARSHALL Enid, MORRIS Richard, CRABB Letitia (1995), *Charlesworth & Morse Company Law*, 15^{ème} éd., Londres : Sweet & Maxwell 1995.
- CLARK Robert Charles (1986), *Corporate Law*, New York, NY : Aspen Law Publishers 1986.
- COASE Ronald (1937), « The Nature of the Firm », *Economica* 4 (1937), reproduit in : *The Firm, the Market and the Law*, Chicago, Londres : University of Chicago Press 1988, p. 33.
- COBBAUT Robert (1997), *Théorie Financière*, 4^{ème} éd., Paris : Economica 1997.
- COOTER Robert, FREEDMAN Bradley J. (1991), « The Fiduciary Relationship : Its Economic Character and Legal Consequences », 66 *New York Law Review* (1991), p. 1045.
- COOTER Robert, ULEN Thomas (2000), *Law and Economics*, 3^{ème} éd., Reading, MA, Menlo Park, CA, etc. : Addison-Wesley 2000.
- COZIAN Maurice, VIANDIER Alain, DEBOISSY Florence (2000), *Droit des sociétés*, 13^{ème} éd., Paris : Litec 2000.
- COZIAN Maurice, VIANDIER Alain, DEBOISSY Florence (2002), *Droit des sociétés*, 15^{ème} éd., Paris : Litec 2002.
- CUENDET André (1974), *La fusion par absorption, en particulier le contrat de fusion, dans le droit suisse de la société anonyme*, thèse Lausanne, Berne : Staempfli 1974.

D

- DAENIKER Daniel (1992), *Anlegerschutz bei Obligationenanleihen*, thèse Zurich : Schulthess, 1992.
- DAENIKER Daniel (1999), in : VOGT, Nedim Peter, WATTER, Rolf (éds), *Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht*, Bâle : Helbing & Lichtenhahn 1999, ad art. 4 LBVM.
- DAENIKER Daniel, WALLER Stefan, « Kapitalmarktbezogene Informationspflichten und Haftung », in : WEBER Rolf H (éd.), *Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht*, Zurich : Schulthess 2003, p. 55.
- DE BEER Alexander (1998), « Fairness und Transparenz durch Ad-hoc-Publizität », *L'expert comptable suisse* 1998, p. 36.
- DE CAPITANI Werner (1994), « Der delegierte Verwaltungsrat », *RSJ* 90 (1994), p. 347.
- DESSEMENTET François (1990), « Les opérations d'initiés et le droit civil », in : *La répression des opérations d'initiés*, Lausanne : CEDIDAC 1990.
- DESSEMENTET François (1993), « L'organisation des sociétés anonymes », in : VON BÜREN Roland (éd.), *Grundfragen des neues Aktienrechts : Symposium aus Anlass der Emeritierung von Rolf Bär*, Berne : Staempfli 1993, p. 19.
- DES GOUTTES René (1969), *Entreprise et Patrimoine*, in : *Fiches juridiques suisses* N° 75, Genève 1969.
- DETTWILLER Emmanuel Max (2002), *Informationelle Gleichbehandlung der Aktionäre*, thèse St.-Gall, Bâle : Gissler Druck 2002.
- DREIFUSS Eric L/LEBRECHT André E (1994), in: HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds.), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht: Obligationenrecht II*, Bâle, Genève, Munich: Helbing & Lichtenhahn 1994.
- DRILL Michael (1995), *Investor Relations*, thèse Fribourg, Berne, Stuttgart, Vienne : Haupt 1995.
- DRUEY Jean Nicolas (1990), « Die Übernahmeaktion und ihre Abwehr nach schweizerischem Aktienrecht », in : DUFOUR Alfred, HERTIG Gérard (Prés.), *Colloque : Les prises de participations : L'exemple des offres publiques d'achat*, Lausanne : Payot 1990, p. 157.
- DRUEY Jean Nicolas (1993), « Die Information des Outsiders in der Aktiengesellschaft », in : BÜREN Roland von (éd.), *Grundfragen des neues Aktienrechts : Symposium aus Anlass der Emeritierung von Rolf Bär*, Berne : Staempfli 1993, p. 69.
- DRUEY Jean Nicolas (1995), *Information als Gegenstand des Rechts*, Zurich : Schulthess, Baden-Baden : Nomos 1995.
- DRUEY Jean Nicholas (1997a), « Mängel des G.V.-Beschlusses », in : *Rechtsfragen um die Generalversammlung*, Zurich : Schulthess 1997, p. 131.
- DRUEY Jean Nicolas (1997b), « Die Meldepflicht », *RSDA* 1997 (Numéro spécial), p. 36.
- DUBS Dieter (1995), « Lauterkeitsrechtliche Aspekte der «Holvis-Übernahme» », *PJA* 1995, p. 899.

DUBS Dieter, TRUFFER Roland (2002), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds.), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186*, 2^{ème} éd., Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art. 698–706b CO.

E

EASTERBROOK Frank H., FISCHER Daniel R. (1981), « The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer », 94 *Harvard Law Review* (1981), p. 1161.

EASTERBROOK Frank H., FISCHER Daniel R. (1982), « Auctions and Sunk Costs in Tender Offers », 35 *Stanford Law Review* (1982), p. 1.

EASTERBROOK Frank H., FISCHER Daniel R. (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, MA, Londres : Harvard University Press 1991.

EBERHARD Stefan, *La scission de la société anonyme : en droits allemand, américain et suisse*, thèse Lausanne, Genève : Georg 1999.

EISENBERG Melvin A. (1976), *The Structure of the Corporation : A Legal Analysis*, Boston, Toronto : Little, Brown and Company 1976.

ENGEL Pierre (1997), *Traité des obligations en droit suisse*, 2^{ème} éd., Berne : Stämpfli 1997.

EPPENBERGER Matthias (1990), *Information des Aktionärs – Auskunft- oder Mitteilungspflicht*, thèse St.-Gall, Berne, Stuttgart : Haupt 1990.

F

FAMA Eugene (1970), « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work », *Journal of Finance*, 25 (1970), p. 383.

FAMA Eugene, JENSEN Michael (1983a), « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics* 26 (1983), p. 288, reproduit in : JENSEN, Michael, *Foundation of Organisational Strategy*, Cambridge, MA : Harvard University Press 1998, p. 153.

FAMA Eugene, JENSEN Michael (1983b), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics* 26 (1983), p. 301, reproduit in : JENSEN, Michael, *Foundation of Organisational Strategy*, Cambridge, MA : Harvard University Press 1998, p. 175.

FARRAR John H., HANNIGAN Brenda (1998), *Farrar's Company Law*, 4^{ème} éd., London, Edinburgh, Dublin : Butterworths 1998.

FERRAN Elis (1999), *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, New York : Oxford University Press 1999.

FELLMANN Walter (1992), *Der Einfache Auftrag*, in : *Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht*, vol. VI, 2, 4, Berne : Staempfli 1992.

FISCHER Marie Von (1999), *Die Ad-hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement*, thèse Berne : Staempfli 1999.

- FORSTMOSER Peter (1987), *Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit*, 2^{ème} éd., Zurich : Schulthess 1987.
- FORSTMOSER Peter (1988), « Aktionärbindungsverträge », in : FORSTMOSER, Peter, TERCIER, Pierre, ZÄCH, Roger (éds), *Innominatsverträge : Festgabe zum 60. Geburtstag von Walther Schluep*, Zurich : Schulthess 1988, p. 359.
- FORSTMOSER Peter (1994a), « Eingriffe der Generalversammlung in den Kompetenzbereich der Verwaltungsrates », *RSDA* 66 (1994), p. 169.
- Forstmoser Peter (1994), « OR 663c – ein wenig transparentes Transparenzgebot », in : WALDEN Hans Ulrich, JAAG Tobias, ZOBL Dieter (éds), *Aspekte des Wirtschaftsrechts : Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994*, Zurich : Schulthess 1994, p. 69.
- FORSTMOSER Peter (1997), « Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs », in : *Rechtsfragen um die Generalversammlung*, Zurich 1997, p. 85.
- FORSTMOSER Peter, MEIER-HAYOZ Arthur (1998), *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*, 8^{ème} éd., Berne : Staempfli 1998.
- FORSTMOSER Peter, MEIER-HAYOZ Arthur, NOBEL Peter (1996), *Schweizerisches Aktienrecht*, Berne : Staempfli 1996.
- FRAIDIN Stephen, HANSON Jon D. (1994), « Toward Unlocking Lockups », *103 Yale Law Journal* (1994), p. 1739.
- FRAUENFELDER Jrena, *Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG*, thèse Zurich : Schulthess 2001.
- FREI Stephan Niklaus (1996a), « Meldepflicht und Übernahmereglung im neuen Börsengesetz », *L'expert comptable suisse* 1996, p. 723.
- FREI Stephan Niklaus (1996b), *Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz : mit besonderer Berücksichtigung der Übernahmereglung im Bundesgesetz über die Börsen und Effektenhandel BEHG*, Berne, Stuttgart : Hopt 1996.
- FRICK Joachim, « Die Business Judgment Rule als Beitrag zur Systematisierung des Verantwortlichkeitsrechts », in : VON DER CRONE Hans Caspar, WEBER Rolf H., ZÄCH Roger, ZOBL Dieter (éds), *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht : Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag*, Zurich : Schulthess 2003, p. 509.
- FÜRHOFF Jens, WÖLK Armin (1997), « Aktuelle Fragen zur Ad hoc-Publizität », *WM* 1997, p. 449.

G

- GANTENBEIN Burkhard K. (1995), *Die Fusion von juristischen Personen und Rechtsgemeinschaften im schweizerischen Recht*, thèse Fribourg : Presse universitaire de Fribourg 1995.
- GASSER Urs (1998), « Der Erwerber eigener Aktien – (k)ein Anwendungsfall des Börsengesellschaftsrechts ? », *PJA* 7 (1998), p. 663.
- GASSER Urs, EGGENBERGER Christian (2000), « Fusionsgesetz auf dem Prüfstand », *L'expert comptable suisse* 2000, p. 61.
- GAUTSCHI Georg (1971), *Der Einfache Auftrag*, in : *Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht*, vol. VI/2/4, Berne : Staempfli 1971.

- GAUCH Peter, SCHLUEP Walter, SCHMID Jörg, REY Heinz (1997), *Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil ohne ausservertragliches Haftpflichtrecht*, 7^{ème} éd., Zurich : Schulthess 1997.
- GILSON Ronald (1981), « A Structural Approach to Corporations : The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers » 34 *Stanford Law Review* (1981), p. 819.
- GILSON Ronald (1982), « Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense », 35 *Stanford Law Review* (1982), p. 31.
- GILSON Ronald, BLACK Bernard (1995), *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2^{ème} éd., Westbury, NY : Foundation Press 1995.
- GILSON Ronald, SCHWARTZ Alan (2001), « Sales and Elections as Methods for Transferring Corporate Control », 2 *Theoretical Inquiries in Law* (2001), p. 783.
- GLAUS Bruno U. (1990), *Unternehmensüberwachung durch die Schweizerischen Verwaltungsräte*, Zurich : Chambre fiduciaire suisse 1990.
- GLANZMANN Lukas (2000), « Die Verantwortlichkeitsklage unter Corporate Governance-Aspekten », *RDS* 119 (2000), II, p. 135.
- GOWER L. C. B., PRENTICE D. D., PETTET B. G. (1992), *Gower's Principles of Modern Company Law*, 5^{ème} éd., Londres : Sweet & Maxwell 1992.
- GOWER L.C.B, DAVIES Paul L. (1997), *Gower's Principles of Modern Company Law*, 5^{ème} éd., Londres : Sweet & Maxwell 1996.
- GRASS Andreas (2000), *Business Judgment Rule*, thèse Zurich : Schulthess 2000.
- GREYERZ VON Christoph (1982), *Die Kapitalgesellschaften : Die Aktiengesellschaft*, *Schweizerisches Privatrecht*, vol. VIII/2, Bâle : Helbing & Lichtenhahn 1982.
- GROSSMANN Sanford J., HART Oliver D. (1980) « Takover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation », *The Bell Journal of Economics* 11 (1980), p. 42.
- GRUBER Andreas (1996), *Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz*, thèse Fribourg, Zurich : Schulthess 1996.
- GUHL Théo, KOLLER Alfred, SCHNYDER Anton, DRUEY, Jean-Nicolas (2000), *Das Schweizerische Obligationenrecht*, 9^{ème} éd., Zurich : Schulthess 2000.

H

- HAAB Robert (1977), *Das Eigentum*, in : *Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch*, vol. IV/1, Zurich : Schulthess 1977.
- HAPP Wilhelm, SEMLER Johannes (1998), « Ad hoc-Publizität im Spannungsfeld von Gesellschaftsrecht und Anlegerschutz – Zum Begriff der « Tatsache » in § 15 WpHG bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen – », *ZGR* 1998, p. 116.
- HAMERMESH Lawrence A. (1996), « Calling off the Lynch Mob : The Corporate Director's Fiduciary Disclosure Duty », 49 *Vanderbilt Law Review* (1996), p. 1087.
- HANDSCHIN Lukas (1994), *Der Konzern im geltenden schweizerischen Privatrecht*, Zurich : Schulthess 1994.

- HANDSCHIN Lukas (2003), « Treuepflicht des Verwaltungsrates bei der gesellschaftsinternen Entscheidungsfindung », in : VON DER CRONE Hans Caspar, WEBER Rolf H., ZÄCH Roger, ZOBL Dieter (éds), *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht : Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag*, Zurich : Schulthess 2003, p. 169.
- HANSEN Charles (1986), « The ALI Corporate Governance Project : Of the Duty of Due Care and the Business Judgment Rule, a Commentary », 41 *The Business Lawyer*, p. 1237.
- HANSMANN Henry (1996), *The Ownership of Enterprise*, Cambridge, MA, Londres : Bellknapp Press of Harvard University Press 1996.
- HART Oliver (1995), *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford, New York : Clarendon Press 1995.
- HEILBRUNN Otto (1938), « Geschäftsbericht und Jahresabschluss der Aktiengesellschaft », SAS 10 (1938), p. 161, p. 183 et p. 215.
- HENCKEL VON DONNERSMARCK Heinrich (1996), *Die Kotierung von Effekten*, Fribourg : Editions universitaires de Fribourg 1996.
- HENN Harry G., ALEXANDER John R. (1983), *Laws of Corporations and other Business Enterprises*, 3^{ème} éd., St. Paul, Minn. : West 1983.
- HÉRITIER LACHAT Anne (1997), « Loi sur les bourses : quelques nouveautés en matière d'offres publiques d'acquisition », in : THÉVENOZ Luc (éd.), *Journée 1997 de droit bancaire et financier*, Berne : Staempfli 1997, p. 44.
- HERZEL Leo, KATZ Leo (1986), « Smith v. van Gorkom : the Business of Judging Business Judgment », 41 *The Business Lawyer*, p. 1187.
- HINTZ-BÜHLER Monika, *Aktionärsbindungsverträge*, thèse Berne : Staempfli 2001.
- HIRSCH Alain (1967), « La responsabilité des administrateurs dans la société anonyme », SJ 1967 p. 249.
- HIRSCH Alain (1971), « La cession du contrôle d'une société anonyme : responsabilité des administrateurs envers les actionnaires », in : BOEMLE Max, GEIGER Willi, PEDRAZZINI Mario, SCHLUEP Walter (éds), *Lebendiges Aktienrecht*, Zurich : Schulthess 1971, p. 183.
- HIRSCH Alain (1988), « Un droit du marché financier suisse », in : *Mélanges Robert Patry*, Lausanne : Payot 1988, p. 85.
- HIRSCH Alain (1995), « Le droit boursier et le droit des sociétés », RSDA 67 (1995), p. 228.
- HIRSCH Alain (1997), « Les limites des compétences de l'assemblée générale », *Rechtsfragen um die Generalversammlung*, Zurich : Schulthess 1997.
- HIRSCH Alain (1998), « Le droit des OPA », in : *Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht – Festgabe für Jean-Paul Chapuis*, Zurich : Staempfli 1998, p. 39.
- HIRSCH Alain (2000), « La responsabilité des organes en cas d'insolvabilité de la SA », RSDA 72 (2000), p. 94.
- HIRSCHMANN Albert O, *Exit, Voice and Loyalty : Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Cambridge, MA : Harvard University Press 1970.
- HOFSTETTER Karl (1996), « Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften », RSDA 68 (1996), p. 222.

- HOFSTETTER Karl (1998), « Erwerb und Wiederveräusserung eigener Aktien durch börsennotierte Gesellschaften », in : BÜREN Roland von (éd.), *Aktienrecht 1992–1997 : Versuch einer Bilanz*, Berne : Staempfli 1998, p. 135.
- HOFSTETTER Karl (1999), in : VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éd.), *Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht*, Bâle : Helbing & Lichtenhahn 1999, ad art. 32 LBVM.
- HOLMSTROM Bengt R., TIROLE Jean (1989), « The Theory of the Firm », in : SCHMALENSSEE Richard, WILLIG Robert D. (éds.), *Handbook of Industrial Organisation*, vol. I, Amsterdam : North Holland 1989, p. 61.
- HOMBURGER Eric (1997), *Der Verwaltungsrat*, in : *Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch*, vol. V/5/b, Zurich : Schulthess 1997.
- HOMBURGER Eric, MOSER Susy (1989), « Willensmängel bei der Beschlussfassung der Generalversammlung der Aktionäre », in : DESSEMONTET François, PIOTET Paul (éds), *Mélanges Pierre Engel*, Lausanne : Payot 1989, p. 145.
- HOPT Klaus (1986), « Schweizerisches Kapitalmarktrecht – Begriff, Aufgaben und aktuelle Probleme », *Wirtschaft und Recht* 1986, p. 101.
- HOPT Klaus (1995), « Grundsatz- und Praxisprobleme nach Wertpapierhandelsgesetz – insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc Publizität », *ZHR* 159 (1995), p. 134.
- HOPT Klaus (1996), *Handels- und Gesellschaftsrecht*, vol. II : *Gesellschaftsrecht*, C.H. Beck : Munich 1996.
- HOPT Klaus (2002), « Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte : Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken », *ZGR* 2002, p. 333.
- HUGUENIN JACOBS Claire (1994), *Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht*, Habil. Zurich : Schulthess 1994.
- HÜNERWADEL Andreas (1995), *Die Gesellschaftsrechtlichen Pflichten des Hauptaktionärs beim Kontrollverkauf*, thèse Zurich : Schulthess 1995.

I

- IFFLAND Jacques, VAISY Julie (2000), « Développements récents du droit suisse des marchés financiers », *RSDA* 72 (2000), p. 127.
- IMMENG A Ulrich (1975), « Öffentliche Übernahmeangebote (Take over bids) », *SAS* 47 (1975), p. 89.
- INDERBITZIN Michael (1993), *Going Private und dem Going Private ähnliche Sachverhalte*, thèse Zurich : Schulthess 1993.

J

- JARRELL Gregg, BRICKLEY James, NETTER Jeffrey (1988), « The Market for Corporate Control : The Empirical Evidence Since 1980 », *Journal of Economic Perspectives* 2 (1988), p. 49.
- JENNINGS Richard W., MARSH Harold, COFFEE John C., SELIGMAN Joel (1998), *Securities Regulation : Cases and Materials*, 8^{ème} éd., New York : The Foundation Press 1998.
- JENSEN Michael (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review* 76 (1986), p. 323.
- JENSEN Michael (1988), « Takeovers : Their Causes and Consequences », *Journal of Economic Perspectives* 2 (1988), p. 21.
- JENSEN Michael, MECKLING William (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics* 3 (1976), p. 305, reproduit in : JENSEN Michael, *Foundation of Organisational Strategy*, Cambridge, MA : Harvard University Press 1998, p. 51.

K

- KAMMERER Adrian (1997), *Die unübertragbaren und unentziehbaren Kompetenzen des Verwaltungsrates*, thèse Zurich, Zurich : Schulthess 1997.
- KELLER Max, SCHÖBI Christian (1984), *Das schweizerische Schuldrecht : Gemeinsame Rechtsinstitute für Schuldverhältnisse aus Vertrag, unerlaubter Handlung und ungerechtfertigter Bereicherung* vol. 4, Bâle, Francfort-sur-le-Main : Helbing & Lichtenhahn 1984.
- KIEM Roger, KOTTHOFF Jost (1995), « Ad-hoc-Publizität bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen », *DB* 1995, p. 1999.
- KITCH Edmund (1977), « The Nature and Function of the Patent System », *20 Journal of Law and Economics* (1977), p. 265.
- KLÄY Hanspeter (1997), *Die Vinkulierung*, thèse Bâle, Bâle, Francfort-sur-le-Main : Helbing & Lichtenhahn 1997.
- KRAAKMAN Reinier (1991), « The Legal Theory of Insider Regulation in the United States », in : HOPT Klaus, WYMERSCH Eddy (éds) *European Insider Dealing Law and Practice*, London, Boston, etc. : Butterworths 1991, p. 31.
- KRAMER Ernst (1991), *Inhalt des Vertrages*, in : *Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht*, Vol. VI, 1, 2, 1a, Berne : Staempfli 1991.
- KUMMER Max (1976), « Die Rechtsprechung des Bundesgerichts im Jahre 1974 », *RJB* 112 (1976), p. 137.
- KÜMPEL Siegfried (1999), in : ASSMANN, Heinz-Dieter, SCHNEIDER Uwe, *Wertpapierhandelsgesetz : Kommentar*, 2^{ème} éd., O. Schmidt : Cologne 1999, ad § 15 WpHG.
- KÜNG Manfred (1990), « Die Prüfungspflicht des Handelsregisterführers in materialrechtlichen Fragen », *RSDA* 62 (1990), p. 41.
- KÜNG Manfred (1991), « Zum Fusionsbegriff im schweizerischen Recht », *RSDA* 63 (1991), p. 245.

- KÜNG Manfred, HUBER Felix M., KUSTER Matthias (1998), *Kommentar zum Börsengesetz*, 2^e vol., Zurich : Q-Verlag 1998.
- KUNZ Peter (2001), *Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht*, Berne : Staempfli 2001.
- KURER Peter (2002), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186*, 2^{ème} éd., Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art. 675–682 CO.
- KUY André (1989), *Der Verwaltungsrat im Übernahmekampf*, thèse Zurich : Schulthess 1989.

L

- LADNER Thomas (1996), *Das Vorwegzeichnungsrecht des Aktionärs unter Berücksichtigung von Corporate-Governance-Aspekten : zugleich ein Beitrag zum Begriff des Gesellschaftsinteresses im schweizerischen Aktienrecht*, thèse Zurich : Schulthess 1996.
- LAMBERT Claude André (1992), *Das Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmaxime des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft*, thèse Zurich, Berne : Staempfli 1992.
- LANZ Martin (1999), in : VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum schweizerisches Kapitalmarktrecht*, Bâle : Helbing & Lichtenhahn 1999, ad art.8–9 LBVM.
- LÄNZLINGER Andreas (2002), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186*, 2^{ème} éd., Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art.690–695 CO.
- LEBOVITCH Mark, MORRISON Peter B. (2001), « Calling a Duck a Duck : Determining the Validity of Deal Protection Provisions in Mergers of Equals Transactions », 2001 *Columbia Business Law Review*, p. 1.
- LASCOUMES Pierre, SANSONNETTI Ricardo (1988), « Les intérêts protégés par la nouvelle loi fédérale sur les opérations d'initiés (art. 161 CPS) », *RSJ* 84 (1988), p. 221.
- LE CANNU Paul (2002), *Droit des sociétés*, Paris : Montchrestien 2002.
- LIPTON Martin (1979, « Takeover Bids in the Target's Boardroom », 35 *The Business Lawyer* (1979), p. 101.
- LIPTON Martin (1987), « Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism », 136 *University of Pennsylvania Law Review* (1987), p. 1.
- LOSER-KROGH Peter (2000), « Die Vermögensübertragung », *PJA* 9 (2000), p. 1095.
- LOSER-KROGH Peter (2001), « Commentaire de l'arrêt *Banque de Dépôts et de Gestion B. SA c Henri et Eric Bonnet*, ATF 126 III 375 », *PJA* 10 (2001), p. 115.
- LUTTER, Marcus, LEINEKUGEL, Rolf (1998), « Der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung zu grundlegenden Strukturmassnahmen – zulässige Kompetenzübertragung oder unzulässige Selbstentmachtung? », *ZIP* 1998, p. 805.

M

- MALACRIDA Ralph (2001), « New Market Misconduct Rules for virt-x Participants – Will the Swiss have to play Cricket », *PJA* 10 (2001), p. 802.
- MANNE Henry (1965), « Mergers and the Market for Corporate Control », *Journal of Political Economy* 73 (1965), p. 110.
- MEIER Robert (1986), *Die Rechtsnatur des Fusionsvertrages*, thèse Zurich : Schulthess 1986.
- MEIER Robert (1993), « Barabgeltung bei Fusionen », in : SCHLUEP, Walter, ISLER, Peter (éds), *Neues zum Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht : zum 50. Geburtstag von Peter Forstmoser*, Zurich : Schulthess 1993, p. 131.
- MEIER-HAYOZ Arthur (1981), *Systematischer Teil und Allgemeine Bestimmungen*, in : *Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht*, vol. IV/1/1, Berne : Staempfli 1981.
- MEIER-HAYOZ Arthur, FORSTMOSER Peter (1998), *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*, 2^{ème} éd., Berne : Staempfli 1998.
- MEIER-HAYOZ Arthur, VON DER CRONE Hans Caspar (2000), *Wertpapierrecht*, 2^{ème} éd., Berne : Staempfli 2000.
- MEIER-SCHATZ Christian (1986), « Unternehmenszusammenschlüsse mittels Übernahmeangebot », *Wirtschaft und Recht* 1987, p. 16.
- MEIER-SCHATZ Christian (1988a), « Aktienrechtliche Verteidigungsvorkehren gegen unerwünschte Unternehmensübernahmen », *SAS* 60 (1988), p. 106.
- MEIER-SCHATZ Christian (1988b), « Über die Notwendigkeit gesellschaftsrechtlicher Aufsichtsregeln », *RDS* 107 (1988) I 191.
- MEIER-SCHATZ Christian (1991), « Rechtliche Betrachtungen zu neueren Entwicklungen in der schweizerischen « Takeover-Szene », *RSJ* 87 (1991), p. 57.
- MEIER-SCHATZ Christian (1994), « Die Zulässigkeit aussergesetzlicher Rechtsformwechsel im Gesellschaftsrecht », *RDS* 113 (1994) I p. 353.
- MEIER-SCHATZ Christian (1995), « Besprechung des Entscheides der Regulierungskommission », *RSDA* 67 (1995), p. 190.
- MEIER-SCHATZ Christian (1996), « Offenlegung von Beteiligungen, Öffentliche Kaufangebote », in : MEIER-SCHATZ Christian (éd.), *Das Neue Börsengesetz in der Schweiz*, Berne, Stuttgart : Paul Hopt 1996, p. 93.
- MEIER-SCHATZ Christian (1998a), « Die Entscheidung durch die Generalversammlung von Fragen aus dem Kompetenzbereich des Verwaltungsrates », in : BÜREN Roland von (éd.), *Aktienrecht 1992–1997 : Versuch einer Bilanz*, Berne : Staempfli 1998, p. 263.
- MEIER-SCHATZ Christian (1998b), « Meldepflichten und Übernahmeangebote : Gedanken zu den Ausführungsverordnungen », *PJA* 8 (1998), p. 48.
- MEIER-SCHATZ Christian (2000), *Das neue Fusionsgesetz*, Zurich : Schulthess 2000.
- MEIER-SCHATZ Christian (2002), « Unabhängigkeit als gesellschaftsrechtlicher Eigenwert und daraus resultierende Verhaltenspflicht des Verwaltungsrates », *RDS* 121 (2002) I p. 291.

- MEIER-SCHATZ Christian, GASSER Urs (2000a), « Analyse der Praxis der Übernahmekommission », in : WEBER Rolf H. (éd.), *Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht*, Zurich : Schulthess 2000, p. 139.
- MEIER-SCHATZ Christian, GASSER Urs (2000b), « Zum räumlichen Anwendungsbereich der Übernahmeregeln – Eine Kurzreplik », *RSDA* 72 (2000), p. 121.
- MERKT Hanno (2001), « Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen », *ZHR* 165 (2001), p. 224.
- MERZ Hans (1992), *Vertrag und Vertragsschluss*, 2^{ème} éd., Fribourg : Presses Universitaires de Fribourg 1992.
- MITCHELL Mark, LEHN Kenneth (1990), « Do Bad Bidders Become Good Targets ? », *Journal of Political Economy* 1990, p. 372.
- MÜLLER Marie-Thérèse (1992), « Unübertragbare und unentziehbare Verwaltungsratskompetenzen und deren Delegation an die Generalversammlung », *PJA* 1 (1992), p. 784.

N

- NEUHAUS Markus, ILG Peter (2002), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186*, 2^{ème} éd., Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art. 662–663h CO.
- NEUHAUS Markus, SCHÖNBÄCHLER Bruno (2002), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186*, 2^{ème} éd., Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art. 664–675 CO.
- NEUMANN Andreas (1994), *Fusionen und fusionsähnliche Unternehmenszusammenschlüsse*, Berne, Stuttgart, Vienne : Paul Haupt 1994.
- NOBEL Peter (1994), *Vom Umgang mit eigenen Aktien*, Zurich : Schulthess 1994.
- NOBEL Peter (1995), « Corporate Governance – Möglichkeiten und Schranken gesellschaftlicher Gestaltung », *L'expert comptable suisse* 1995, p. 1057.
- NOBEL Peter (1996), « Der Kernbestand des Börsengesetzes – Querbeziehung zum Privatrecht », in : NOBEL Peter (éd.), *Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, Berne : Staempfli 1996, p. 97.
- NOBEL Peter (1997a), « Querbezüge zwischen Aktienrecht und Börsengesetz : Faktische Zweiteilung des Aktienrechts für kotierte und nicht kotierte Gesellschaften », *L'expert comptable suisse* 1997, p. 463.
- NOBEL Peter (1997b), *Schweizerisches Finanzmarktrecht*, Berne : Staempfli 1997.
- NOBEL Peter (1998a), « Börsengesellschaftsrecht? », in : BÜREN Roland von (éd.), *Aktienrecht 1992–1997 : Versuch einer Bilanz*, Berne : Staempfli 1998, p. 301.
- NOBEL Peter (1998b), « Der Vorentwurf zu einem Bundesgesetz über die Fusion, Spaltung und Umwandlung von Rechtsträgern (Fusionsgesetz), Unternehmens- und steuerrechtliche Aspekte, <Zusammenfassende Beurteilung des Vorentwurfs zum Fusionsgesetz> », *RDS* 118 (1998) I, p. 355.

- NOBEL Peter (1999), « Grundsätze der OECD zu Corporate Governance », *RSDA* 71 (1999), p. 244.
- NOBEL Peter, BLAIR Michael, SCHÖNHOLZER Thomas (2001), « virt-x : a real European Stock Exchange », *RSDA* 73 (2001), p. 217.
- NOBEL Peter (2002), *Swiss Finance Law and International Standards*, Berne : Staempfli et La Haye, Londres, Boston : Kluwer Law 2002.
- NOBEL Peter (2003), « Zur Dekotierung von der Börse », *RSDA* 75 (2003), p. 113.
- NOTH Michael, GROB Evelynne, « Rechtsnatur und Voraussetzung der obligationenrechtlichen Prospekthaftung – ein Überblick », *PJA* 10 (2002), p. 1435.

O

- OERTLE Matthias, DU PASQUIER Shelby (2002), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186*, 2^{ème} éd. Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art. 683–689 CO.
- OESTERLE Dale E. (1991), *The Law of Mergers, Acquisitions and Reorganisations*, St. Paul, MN : West Publishing 1991.
- OLSON Mancur (1965), *The Logic of Collective Action : Public Goods and the Theory of Groups*, Cambridge, MA, London : Harvard University Press 1965 avec préface de annexe 1971.
- OSER Hugo, SCHÖNENBERGER Wilhelm (1929), *Das Obligationenrecht : Art. 1–183*, in : *Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch*, V/1, Zurich : Schulthess 1929.

P–Q

- PANANIS Panos (1997), « Zur Abgrenzung von Insiderfakten und ad-hoc-publizitätspflichtigem Sachverhalt », *WM* 1997, p. 460.
- PACHE Marc-Etienne (1994), *La responsabilité civile de l'initié*, Tolochenaz : Impr. Chabloz 1994.
- PATRY Robert (1971), « La société anonyme XIV : Accords privés entre actionnaires », *Fiche juridique suisse* N° 413, Genève 1971.
- PATRY Robert (1977), *Précis de droit suisse des sociétés*, Berne : Stämpfli, 1977.
- PATRY Robert (1976), *Grundlagen des Handelsrechts, Schweizerisches Privatrecht*, vol. VII/1, Bâle : Helbing & Lichtenhahn 1976.
- PETER Henry (1990a), *L'action révocatoire dans les groupes de sociétés*, thèse Genève 1990.
- PETER Henry (1990b), « Les Offres Publiques d'Achat en Suisse : Analyse et évolution en particulier depuis l'entrée en vigueur du nouveau « Code Suisse des OPA », *RSDA* 62 (1990), p. 153.
- PETER Henry (1995), « La Transformation des Sociétés en Droit Suisse », *Annuaire du Registre du Commerce* 1995, p. 30.

- PETER Henry (1997a), « Le offerte pubbliche di acquisto (OPA) e la pubblicità delle partizipazioni nella nuova Legge federale sulle borse », BERNASCONI Paolo, CHOPPART René (éd.), *Novità legislative per le attività bancarie svizzere*, Bellinzona 1997, p. 65.
- PETER Henry (1997b), « Les obligations du négociant en matière de «meldepflicht» et d'OPA sous l'empire de la LBVM », *L'expert comptable suisse* 1997, p. 655.
- PETER Henry (1999a), « Les restructurations des entreprises dans une perspective nationale et transfrontalière », *SJ* 1999 II 101.
- PETER Henry (1999b), La société anonyme XVII : contrôle, prise de contrôle, groupes, in : *Fiches juridiques suisse* N° 405, Genève 1999.
- PETER Henry (1999c), La société anonyme XVII : OPA, in : *Fiches juridiques suisses* N° 405, Genève 1999.
- PETER Henry (2001), « Actionnaires et OPA », in : BOHRER Gaétan, *La société anonyme dans ses rapports avec ses actionnaires*, Lausanne : CEDIDAC 2001, p. 85.
- PETER Henry (2002), « Loi fédérale sur la fusion : le point sur la situation », *JT* 2002 I 327.
- PETER Henry, BAHAR Rashid (2000), « Rachat et option de rachat par une société de ses propres actions (en droit des sociétés) », in : THÉVENOZ Luc, BOVET Christian (dir.), *Journée 1999 de droit bancaire et financier*, Berne : Staempfli 2000, p. 1.
- PETER Henry, BIRCHLER Francesca (1998), « Les groupes de sociétés sont des sociétés simples », *RSDA* 70 (1998), p. 113.
- PETITPIERRE-SAUVAIN Anne (1971), *Droit des sociétés et groupes de sociétés*, Genève : Georg 1972.
- PETITPIERRE Anne (1977), *La Cession de contrôle, mode de cession de l'entreprise*, thèse, Genève : Georg 1977.
- PETITPIERRE-SAUVAIN Anne (1991), « L'égalité des actionnaires dans l'offre publique d'achat (OPA) », *RDAI* 1991, p. 645.
- PETITPIERRE-SAUVAIN Anne (1995), « OPA et droit des sociétés », *L'expert comptable suisse* 1995, p. 937.
- PETITPIERRE-SAUVAIN Anne (2003), « Loi sur les bourses et responsabilité : choix politique ou confusion », in : VON DER CRONE Hans Caspar, WEBER Rolf H., ZÄCH Roger, ZOBL Dieter (éds), *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht : Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag*, Zurich : Schulthess 2003, p. 543.
- PITTET Véronique (1999), *Les compétences et la responsabilité de l'administrateur-directeur dans le droit des sociétés anonymes*, thèse Lausanne, Tolochenaz : Chabloz 1999.
- VON PLANTA Andreas, LENZ Christian (2002), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186*, 2^{ème} éd., Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art. 659–659b CO.
- VON PLANTA Andreas, RÖTHELI Andreas (2002), « Corporate Governance et le droit suisse », *L'expert comptable suisse* 2002, p. 431.
- POLEDNA Tomas (2001), « Die Übertragung öffentlicher Grundsätze auf Abstimmungen an der Generalversammlung », *PJA* 9 (2001), p. 924.
- POSNER Richard A. (1996), *Economic Analysis of Law*, 2^{ème} éd., New York, NY : Aspen Law Publishers 1996.

- POUND John (1988), « Proxy contests and shareholder oversight », *Journal of Financial Economics* 20 (1988), p. 237.
- POUND John (1991), « Proxy voting and the SEC », *Journal of Financial Economics* 29 (1991), p. 241.
- POSNER Richard (1998), *Economic Analysis of Law*, 5^{ème} éd., New York (NY) : Aspen Law & Business 1998.
- PULVER Urs (1993), « Zur Regelung öffentlicher Übernahmeangebote », in : SCHLUEP Walter, ISLER Peter (éds), *Neues zum Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht : zum 50. Geburtstag von Peter Forstmoser*, Zurich : Schulthess 1993, p. 239.

R

- RAISER Thomas (2001), *Recht der Kapitalgesellschaften : Ein Handbuch für Praxis und Wissenschaft*, 3^{ème} éd., Munich : Verlag Franz Vahlen 2001.
- RECORDON Pierre-Alain (1973), « A propos des arrêts FUSAG contre Ursina-Franck SA : L'annulation de la décision de la société absorbée après l'inscription au registre du commerce », *SAS* 45 (1973), p. 115.
- RECORDON Pierre-Alain (1993), Société anonyme XVI : la dissolution sans liquidation, in : *Fiches juridiques suisses* N° 404, Genève 1993.
- RECORDON Pierre-Alain (1974), *La Protection des Actionnaires lors des fusions et scissions de sociétés*, thèse Genève : Georg 1974.
- REUTTER Thomas (1999), « Das öffentliche Kaufangebot nach Art. 2 lit. e BEHG », *PJA* 7 (1999), p. 1093.
- REYMOND Jacques-André (1984), « Délégation et reponsabilité en matière de gestion – Le règlement d'organisation du projet de révision », *SAS* 56 (1984), p. 112.
- REYMOND Jacques-André (1994), Société anonyme XIII : Droit et protection des actionnaires (2), in : *Fiches juridiques suisses* No 401, Genève 1994.
- REYMOND Jacques-André (1996), « Réflexions sur le mythe de l'administrateur omniscient », in : HERTIG Gérard (éd.), *Le fonctionnement des sociétés et le respect des règles*, Zurich : Schulthess 1996, p. 53.
- REYMOND Philippe (1989), *La cession des contrats*, Lausanne: Cedicad, 1989.
- ROLL Richard (1986), « The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers », *Journal of Business* 1986, p. 197.
- ROMANO Roberta (1993), *Foundations of Corporate Law*, New York, Oxford : Oxford University Press 1993.
- ROMY Isabelle (2003), « Mise en œuvre des prétentions en responsabilité des créanciers et exécution forcée », in : VON DER CRONE Hans Caspar, WEBER Rolf H., ZÄCH Roger, ZOBL Dieter (éds), *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht : Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag*, Zurich : Schulthess 2003, p. 479.
- RÖTHLISBERGER Alain P. (1998), *Disclosure of Interests in Shares : A Comparative Analysis United Kingdom – Switzerland*, Zurich : Schulthess 1998.

- RUEDIN Roland (1990), « L'intérêt social, critère de décisions du conseil d'administration », *JT* 1990 I 194.
- RUEDIN Roland (1999), *Droit des sociétés*, Berne : Staempfli 1999.
- RUFFNER Markus (2000), *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, Zurich : Schulthess 2000.
- RUFFNER Markus (2000), « Sorgfalts- und Treuepflichten und die Versicherbarkeit von Haftungsrisiken in Publikumsgesellschaften – Eine ökonomische Analyse », *RDS* 119 (2000) II 195.

S

- SALIS Ulysses von (1994), « Beschränkung der Stimmkraft der Aktionäre durch Hochstimmklauseln », in : WALDEN Hans Ulrich, JAAG Tobias, ZOBL Dieter (éds), *Aspekte des Wirtschaftsrechts : Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994*, Zurich : Schulthess 1994, p. 171.
- SALIS Ulysses von (1996), *Die Gestaltung des Stimm- und Vertretungsrechts im schweizerischen Aktienrecht*, thèse Zurich : Schulthess 1996.
- SCHENKER Urs (2001), « Due Diligence beim Unternehmenskauf », in : TSCHÄNI Rudolf (éd.), *Mergers & Acquisitions III*, Zurich : Schulthess 2001, p. 209.
- SCHLEIFFER, Patrick (1993), *Der gesetzliche Stimmrechtsausschluss im schweizerischen Aktienrecht*, thèse Zürich, Berne : Staempfli 1993.
- SCHLEIFFER Patrick (1997), « Mitwirkung Unbefugter bei der Beschlussfassung in der Aktiengesellschaft : Anforderungen an das Anfechtungsinteresse und Ausschliesslichkeit der Anfechtungsklage nach Art. 691 al. 3 CO », *recht* 1997, p. 149.
- SCHLUEP Walter (1955), *Die wohlerworbenen Rechte des Aktionärs und ihr Schutz nach schweizerischem Recht*, thèse St-Gall, Zurich, St-Gall : Polygraphischer Verlag 1955.
- SCHLUEP Walter (1960), « Schutz des Aktionärs auf neuen Wegen ? », *SAS* 33 (1961), p. 137, p. 170 et p. 188.
- SCHLUEP Walter (1988), « Lauterkeitsrechtliche Aspekte des «Unfriendly Takeover» », *SAS* 60 (1988), p. 89.
- SCHLUEP Walter (1990), « Obligationenrechtliche und lauterkeitsrechtliche Aspekte des «Takeover» », in : DUFOUR Alfred, HERTIG Gérard (Prés.), *Colloque : Les prises de participations : L'exemple des offres publiques d'achat*, Lausanne : Payot 1990, p. 199.
- SCHMID Niklaus (1988), *Schweizerisches Insiderstrafrecht : Ein Kommentar zum Strafgesetzbuch : Ausnützung der Kenntnis vertraulicher Tatsachen*, Berne : Staempfli 1988.
- SCHMIDT Dominique (1994), « De l'intérêt commun des associés », *JCP*, éd. E n° 48, 1994, p. 535.
- SCHMIDT Dominique (1995), « De l'intérêt social », *Revue de droit bancaire et de la bourse* 1995, p. 130.
- SCHMIDT Karsten (2002), *Gesellschaftsrecht*, 4^{ème} éd., Carl Heymanns Verlag : Cologne, Berlin, Bonn, Munich 2002.

- SCHMIDLIN Bruno (1995), *Mängel des Vertragsabschlusses*, in : *Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht*, vol. VI/1/2/1b, Berne : Staempfli 1992.
- SCHNEIDER Uwe H. (2002), « Die Zielgesellschaft nach Abgabe eines Übernahme- oder Pflichtangebots », *AG* 2002, p. 125.
- SCHÖNLE Herbert (1995), « La bonne foi dans les relations entre particuliers », in : *La bonne foi (journées louisianaises de l'Association Henri Capitant, 1992)*, Paris Litec 1994, p. 192 et in : *Droit des obligation et droit bancaire : Etudes*, Bâle, Francfort-sur-le-Main : Helbing & Lichtenhahn 1995, p. 29.
- SHLEIFER Andrei, VISHNY Robert W (1986), « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy* 94 (1986), p. 461.
- SHLEIFER Andrei, VISHNY Robert W (1997), « A Survey of Corporate Governance », *The Journal of Finance* 52 (1997), p. 737.
- SHLEIFER Andrei, SUMMERS Lawrence H. (1988), « Breach of Trust in Hostile Takeovers », in : AUERBACH, Alan (éd.), *Corporate Takeovers : Causes and Consequences*, Chicago, IL, Londres : University of Chicago Press 1988, p. 33.
- STRAZZER René (1993), *Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarktrecht der Schweiz*, thèse Zurich : Schulthess 1993.
- SCHWANDER Ivo, DUBS Dieter, « Die positive Beschlussfeststellungsklage im Aktienrecht – Gegenstand, Verhältnis zur Anfechtungsklage und prozessuale Fragen », in : VON BÜREN, Roland, *Aktienrecht 1992–1997 : Versuch einer Bilanz : zum 70. Geburtstag von Rolf Bär*, Berne : Stämpfli, 1998, p. 343.
- SCHWENZER Ingeborg (2000), *Schweizerisches Obligationenrecht : Allgemeiner Teil*, 2^{ème} éd. Berne : Staempfli 2000.
- SPIRIG Eugen (1994), *Die Abtretung von der Forderung und die Schuldübernahme, Art. 175–183 OR*, in : *Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch*, vol. V/1/k, Zurich : Schulthess 1994.
- STEHLE Martin (1975), *Aktionärsschutz bei Fusionen*, thèse Zurich : Schulthess 1975.
- STEIGER Fritz von (1970), *Das Recht der Aktiengesellschaft in der Schweiz*, 4^{ème} éd., Zurich : Polygraphischer Verlag 1970.
- STEIGER Werner von (1976), *Gesellschaftsrecht : Allgemeiner Teil, Besonderer Teil : die Personengesellschaften*, *Schweizerisches Privatrecht*, vol. VIII/I, Bâle : Helbling & Lichtenhahn 1976.
- STEINAUER Paul Henri (1997), *Les droits réels*, 3^{ème} éd., Berne : Staempfli 1997.
- STRAZZER René (1993), *Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarktrecht der Schweiz unter besonderer Berücksichtigung des Verhältnisses zwischen Bieter und Aktionär*, thèse Zurich : Schulthess 1993.
- STRINE Leo E. (2001), « Categorical Confusion : Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements », 56 *The Business Lawyer* (2001), p. 919.

T-U

- TAUFER Martin (2000), « Allgemeine Bemerkungen über die Ad-hoc-Publizitätsvorschrift nach Artikel 72 des Kotierungsreglements der Schweizer Börse (SWX) », *PJA* 8 (2000), p. 1120.
- TERCIER Pierre (1996), « Quelques remarques sur la responsabilité et les devoirs des administrateurs », in : HERTIG Gérard (éd.), *Le fonctionnement des sociétés et le respect des règles*, Zurich : Schulthess 1996, p. 33.
- TERCIER Pierre (1999), *Le droit des obligations*, 2^{ème} éd., Zurich : Schulthess 1999.
- TERCIER Pierre (2003), *Les contrats spéciaux*, 3^{ème} éd., Zurich : Schulthess 2003.
- TEWLIN Daniel (2002), « M&A und Insiderrecht : Pflichten und Handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahmesituationen », in : TSCHÄNI Rudolf (éd.), *Mergers & Acquisitions IV*, Zurich : Schulthess 2002, p. 53.
- THALMANN Anton (1975), *Die Treuepflicht der Verwaltung der Aktiengesellschaft*, thèse Berne, Zurich : Juris Druck + Verlag 1975.
- THEVENOZ Luc (1993), « Droits de contrôle de l'actionnaire : renseignements et communication d'extraits CO 697 : arrêts de la Cour de justice de Genève des 21 juin 1991 et 23 janvier 1992 », *RSDA* 65 (1993), p. 59.
- TRIGO TRINDADE Rita (1996), *Le conseil d'administration de la société anonyme : Composition organisation et responsabilité en cas de pluralité d'administrateurs*, thèse Genève, Bâle : Helbing & Lichtenhahn 1996.
- TRIGO TRINDADE Rita (1998), « La Responsabilité des organes de gestion de la société anonyme dans la jurisprudence récente du Tribunal fédéral », *SJ* 1998 1.
- TRIGO TRINDADE Rita (1999), « Le Devoir de fidélité des dirigeants de la société anonyme lors de conflits d'intérêts », *SJ* 1999 II 386.
- TRIGO TRINDADE Rita (2000), « Corporate Governance – La responsabilité des conseils d'administration dans les sociétés », *European Review of Private Law*, 2 (2000), p. 281.
- TRIGO TRINDADE Rita, BAHAR Rashid (2002), « Droits des actionnaires minoritaires en Suisse », in : *Rapports suisses présentés au XVI^{ème} Congrès international de droit comparé*, Zurich : Schulthess 2002, p. 325.
- TRIGO TRINDADE Rita, PETER Henry (2002), « Responsabilité des organes de gestion dans un groupe de sociétés : commentaire des ATF 128 III 29 et ATF III 92 », *RSDA* 74 (2002), p. 251.
- TSCHÄNI Rudolf (1991), *Unternehmensübernahme nach Schweizer Recht*, Bâle, Francfort-sur-le-Main : Helbing & Lichtenhahn 1991.
- TSCHÄNI Rudolf (1994), « Öffentliche Übernahmeangebote im Börsengesetz und im EG-Recht », *PJA* 2 (1994), p. 308.
- TSCHÄNI Rudolf (1996), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I : Art. 1–529*, 2^{ème} éd., Bâle : Helbing & Lichtenhahn 1996, ad art. 181 CO.

- TSCHÄNI Rudolf (1998a), « Feindliche Übernahme im Lichte des Börsengesetzes », in : NOBEL Peter (éd.), *Aktuelles Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, Berne : Staempfli 1998, p. 221.
- TSCHÄNI Rudolf (1998b), « Übernahme- und Zusammenschlussformen », in : TSCHÄNI Rudolf (éd.), *Mergers & Acquisitions*, Zurich : Schulthess 1998, p. 1.
- TSCHÄNI Rudolf (2000), « Leverage Buy-Out (Zivilrechtliche Aspekte) », in : TSCHÄNI Rudolf (éd.), *Mergers & Acquisitions II*, Zurich : Schulthess 2000, p. 1.
- TSCHÄNI Rudolf (2002), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186*, 2^{ème} éd., Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art. 748 CO.
- TSCHÄNI Rudolf, IFFLAND Jacques (2002), « Ausarbeitung eines Übernahmeangebotes », in : TSCHÄNI Rudolf (éd.), *Mergers & Acquisitions IV*, Zurich : Schulthess 2002, p. 121.
- TSCHÄNI Rudolf, OERTLE Matthias (1999), in : VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum schweizerisches Kapitalmarktrecht*, Bâle : Helbing & Lichtenhahn 1999, ad art. 22–30 LBVM.
- TUHR Andreas von, ESCHER Andreas (1974), *Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts*, vol. II, 3^{ème} éd., Zurich : Schulthess 1974.
- TUHR Andreas von, PETER Hans (1979), *Allgemeiner Teil des Schweizerischen Obligationenrechts*, vol. I/2, 3^{ème} éd., Zurich : Schulthess 1979.
- TURIN Nicholas (2003), *Le transfert de patrimoine selon le projet de loi sur la fusion*, thèse Neuchâtel, Bâle: Helbing & Lichtenhahn, 2003.
- TURIN Nicolas, KLÄY Hanspeter (2001), « Le projet de loi sur la fusion », *REPRAX* 2001, p. 41.

V

- VARALLO Gregory V., RAJU Srinivas M. (2000), « A Process Based Model for Analysing Deal Protection Measures », 55 *Business Lawyer* (2000), p. 1069.
- VIANDIER Alain (1991), « The Legal Theory of Insider Regulation in Europe », in : HOPT Klaus, WYMEERSCH Eddy (éds), *European Insider Dealing Law and Practice*, London, Boston, etc. : Butterworths 1991, p. 57.
- VIANDIER Alain (1999), *OPA, OPE et autres offres publiques*, Levallois : Éditions Francis Lefebvre 1999.
- VISCHER Frank (1993), « Drei Fragen aus dem Fusionsrecht », *RSDA* 65 (1993), p. 1.
- VISCHER Frank (1999), « Einführung in das Fusionsgesetz », *RJB* 135bis (1999), p. 9.
- VISCHER Frank, RAPP, Fritz (1968), *Zur Neugestaltung des Schweizerischen Aktienrechts*, Berne : Staempfli 1968.
- VOGEL Oscar, SPÜHLER Karl (2001), *Grundriss des Zivilprozessrechts der Schweiz*, 7^{ème} éd., Berne : Staempfli 2001.

- VOGT Nedim Peter (2002), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186*, 2^{ème} éd., Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art. 654–656 CO.
- VON DER CRONE Hans Caspar (1994a), « Interessenkonflikte im Aktienrecht », *RSDA* 66 (1994), p. 1.
- VON DER CRONE Hans Caspar (1994b), « Kontrolltransaktionen im Entwurf zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel », in : WALDEN Hans Ulrich, JAAG Tobias, ZOBL Dieter (éds.), *Aspekte des Wirtschaftsrechts : Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994*, Zurich : Schulthess 1994, p. 29.
- VON DER CRONE Hans Caspar (1996), « Offenlegung von Beteiligungen und Kontrolltransaktionen im neuen Börsengesetz », in : *Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts*, Zurich : Schulthess 1996, p. 37.
- VON DER CRONE Hans Caspar (1997a), « Auf den Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften », *RJB* 133 (1997), p. 73.
- VON DER CRONE Hans Caspar (1997b), « Angebotspflicht », *RSDA* 1997 (numéro spécial), p. 44.
- VON DER CRONE Hans Caspar (2000a), « Unternehmensübernahmen und Börsenrecht », in : TSCHÄNI Rudolf (éd.), *Mergers & Acquisitions II*, Zurich : Schulthess 2000, p. 157.
- VON DER CRONE Hans Caspar (2000b), « Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft », *RDS* 119 (2000) II, p. 235.
- VON DER CRONE Hans Caspar (2000c), « Neuere Entwicklungen im Bereich des Übernahmerechts », in : WEBER Rolf H. (éd.), *Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht*, Zurich : Schulthess 2000, p. 229.
- VON DER CRONE Hans Caspar (2002), « Strategische Leitung und Qualitätssicherung in der Aktiengesellschaft » *RSJ* 98 (2002), p. 1.
- VON DER CRONE Hans Caspar, IFFLAND Jacques (2000), « Rachat de titres de participation et le droit suisse des marchés financiers », in : THÉVENOZ Luc, BOVET Christian (dir.), *Journée 1999 de droit bancaire et financier*, Berne : Staempfli 2000, p. 61.

W–X–Y

- WATTER Rolf (1985), *Die Vertretung der AG aus rechtsgeschäftlichem Handeln ihrer Stellvertreter, Prokuristen und Organe, speziell bei so genanntem « Missbrauch der Vertretungsmacht »*, Zurich : Schulthess 1985.
- WATTER Rolf (1990), *Unternehmensübernahmen*, Zurich : Schulthess 1990.
- WATTER Rolf (1992), « Prospekt(haft)pflicht heute und morgen », *PJA* 1 (1992), p. 48.
- WATTER Rolf (1993), « Minderheitsschutz im neuen Aktienrecht », *PJA* 2 (1993), p. 117.
- WATTER Rolf (2002a), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186*, 2^{ème} éd., Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art. 716–718a CO.

- WATTER Rolf (2002b), « Pflichten und Handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahmesituationen », in : TSCHÄNI Rudolf (éd.), *Mergers & Acquisitions IV*, Zurich : Schulthess 2002, p. 1.
- WATTER Rolf (2003), « Verwaltungsratsausschüsse und Delegierbarkeit von Aufgaben », in : VON DER CRONE Hans Caspar, WEBER Rolf H., ZÄCH Roger, ZOBL Dieter (éds), *Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht : Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag*, Zurich : Schulthess 2003, p. 183.
- WATTER Rolf, DUBS Dieter (1998), « Organverhaltens- und Organhaftungsregelung im Börsenrecht », *PJA* 6 (1998), p. 1308.
- WATTER Rolf, RAMPINI Corrado (2001), « Proxy fights », in : TSCHÄNI Rudolf (éd.), *Mergers & Acquisitions III*, Zurich : Schulthess 2001 p.1.
- WATTER Rolf, REUTTER Thomas (2002), « Rechtsprobleme beim IPO », in : WATTER Rolf (éd.), *Rechtsfragen beim Börsengang vom Unternehmen*, Zurich : Schulthess 2002, p. 1.
- WATTER Rolf, TRUFFER Roland (1996), « Commentaire des arrêts de la 1^{re} Cour civile du Tribunal fédéral du 8 mars 1993, X Corporation c. Y, ATF 122 III 166 et X Corporation c. Q, ATF 122 III 176 », *PJA* 4 (1996), p. 1576.
- WEBER Rolf H. (1996), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I : Art. 1–529, 2^{ème} éd.*, Bâle : Helbing & Lichtenhahn 1996, ad art. 394–405 CO.
- WEBER Rolf H. (2002), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186, 2^{ème} éd.*, Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art. 696–697h CO.
- WEISS Gottfried (1968), *Zum Schweizerischen Aktienrecht*, Berne : Staempfli 1968.
- WENNINGER Renate (1983), *Die aktienrechtliche Schweigepflicht*, thèse Zurich: Schulthess 1983.
- WERLEN Stephan (2001), *Die Rechtstellung der Zielgesellschaft im Übernahmekampf*, thèse Zurich, Schulthess : Zurich 2001, p. 1.
- WERLEN Thomas (1995), « Schweizerisches Kapitalmarktrecht als Anlegerschutzrecht? », *RSDA* 67 (1995), p. 270.
- WESTON J. Fred, SIU Juan A., JOHNSON Brian A. (2001), *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*, 3^{ème} éd., Upper Saddle River, NJ : Prentice Hall 2001.
- WIDMER Peter, BANZ Oliver (2002), in : HONSELL Heinrich, VOGT Nedim Peter, WATTER Rolf (éds), *Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II : Art. 530–1186, 2^{ème} éd.*, Bâle, Genève, Munich : Helbing & Lichtenhahn 2002, ad art. 754–761 CO.
- WIEGAND Wolfgang (1998), « Ad hoc-Publizität und Schadenersatz », in : MARGELISCH Cl.-A., WINZELER Chr. (éds), *Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht : Festgabe Für Jean-Paul Chapuis*, Zurich : Schulthess 1998, p. 141.
- WINTER Martin, HARBARTH Stephan (2002), « Die Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG », *ZIP* 3 (2002), p. 1.

Z

- ZOBL Dieter (1989), « Probleme der Organschaftlichen Vertretungsmacht », *RJB* 125 (1989) 125, p. 289.
- ZOBL Dieter (1997), « Rechtstellung der Zielgesellschaft bei öffentlichen Kaufangeboten », *RSDA* 1997 (Numéro spécial), p. 62.
- ZOBL Dieter, ARPAGUS Reto (1994), « Zur Prospekt-Prüfungspflicht der Banken bei Emissionen », in : WALDEN Hans Ulrich, JAAG Tobias, ZOBL Dieter (éds), *Aspekte des Wirtschaftsrechts : Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994*, Zurich : Schulthess 1994, p. 196.
- ZOBL Dieter, ARPAGUS Reto (1995), « Aktuelle Probleme des Primärmarktes », *RSDA* 67 (1995), p. 244.
- ZUFFEREY Jean-Baptiste (1995), « (Swiss) Financial Market Law – What is it? », *RSDA* 67 (1995), p. 209.

LOIS, ORDONNANCES ET DIRECTIVES

1. Suisse

a) Actes fédéraux

Arrêté fédéral sur la réforme de la justice du 8 octobre 1999 (FF 1999 7831).

Code civil suisse du 10 décembre 1907 (RS 210, CC).

Code pénal suisse du 21 décembre 1937 (RS 311.0, CP).

Constitution fédérale de la Confédération suisse du 18 avril 1999 (RS 101, Cst.).

Loi fédérale complétant le code civil suisse (Livre cinquième : Droit des Obligations) du 30 mars 1911 – code des obligations (RS 220, CO).

Loi fédérale contre la concurrence déloyale du 19 décembre 1986 (RS 241, LCD).

Loi fédérale sur la fusion, la scission et la transformation et le transfert de patrimoine du 3 octobre 2003 (RS 221.30 Loi sur la fusion, LFus)

Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934 (RS 952.0, Loi sur les banques, LB).

Loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 mars 1995 (RS 954.1 ; Loi sur les bourses, LBVM).

Loi fédérale sur les cartels et autres restrictions à la concurrence du 6 octobre 1995 (RS 251, LCart).

Loi fédérale sur l'acquisition d'immeubles par des personnes à l'étranger du 16 décembre 1983 (RS 211.412.41, LFAIE).

Loi fédérale sur l'information et la consultation des travailleurs dans les entreprises du 17 décembre 1993 (RS 822.14, Loi sur la participation).

Loi fédérale sur la procédure administrative du 20 décembre 1968 (RS 172.021, PA).

Loi fédérale sur la poursuite pour dettes et la faillite du 11 avril 1889 (RS 281.1, LP).

Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 25 juin 1997 (RS 954.11, Ordonnance de la CFB sur les bourses, OBVM-CFB).

Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition du 21 juillet 1997 approuvée par la Commission fédérale des banques le 11 août 1997 (RS 954.195.1, Ordonnance sur les OPA, OOPA).

Ordonnance du Conseil fédéral sur les banques et les caisses d'épargne du 17 mai 1972 (RS 952.02, OB).

Ordonnance du Conseil fédéral sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 2 décembre 1996 (RS 954.11, Ordonnances sur les bourses, OBVM).

Ordonnance du Conseil fédéral sur les qualifications professionnelles des réviseurs particulièrement qualifiés du 15 juillet 1992 (RS 221.302, OQP).

Ordonnance du Conseil fédéral sur le registre du commerce du 7 juin 1937 (RS 221.411, ORC).

b) Réglementation boursière

Règlement de bourse de la SWX Bourse suisse du 6 octobre 1994.

Règlement de cotation de la SWX Bourse suisse du 24 janvier 1996.

Directive SWX du 17 avril 2002 concernant les informations relatives au Corporate Governance (Directive Corporate Governance, DCG).

Circulaire no 2, 98 de l'Instance d'admission : Publicité événementielle (art. 72 RC) et les suspensions de négoce du 2 novembre 1998.

Commentaires relatifs au devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours selon l'art. 72 du nouveau règlement de cotation (Publicité événementielle), novembre 1996.

Communication no 2 de la Commission des OPA : l'offre obligatoire du 21 juillet 1997.

2. Allemagne

Aktiengesetz du 6 septembre 1965 tel qu'amendée (AktG ; BGBl 1965 I 1089).

Gesetz zur Bereinigung des Umwandlungsrechts (Umwandlungsgesetz) du 28 octobre 1994 tel qu'amendée (UmwG ; BGBl 1994 I 3210, 1995 I 428).

Wertpapierhandelsgesetz du 9 septembre 1998 (WpHG ; BGBl I 1998, p. 2708).

Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen du 20 décembre 2001 (WpÜG ; BGBl 2001 I, p. 3822).

3. Etats-Unis

a) Droit fédéral

Sarbanes-Oxley Act de 2002, H.R. 3763.

Securities Act de 1933, 15 U.S.C. §§ 77–77aa.

Securities Exchange Act de 1934, 15 U.S.C. §§ 78a–78mm.

Regulation FD-Fair Disclosure, 17 C.F.R. § 243.100–103.

Rule 10b–5, 17 C.F.R. 240.10b–5.

Rule 14e–2, 17 C.F.R. 240.14e–2.

b) Droit des Etats

California General Corporation Law.

Delaware General Corporation Law.

New York Business Corporation Law.

4. France

Code de commerce (Ord. n° 2000–918 du 18 septembre 1998, C.Com).

Code monétaire et financier (Ord. n° 2000–1223 du 14 décembre 2000, tel qu'amendé, C.mon. et fin.).

Règlement général du Conseil des marchés financiers (Règl. gén CMF).

Règlement n° 2002–04 de la Commission des opérations de bourse relatif aux offres publiques 2002–04 d'acquisitions portant sur des instruments financiers négociés sur un marché redunté. (Règl. COB n° 2002–04).

5. Royaume-Uni

City Code on Takeovers and Mergers.

Companies Act 1948.

Companies Act 1985.

Companies (Tables A to F) Regulations 1985, SI 1985, 805.

Criminal Justice Act 1993.

Financial Services and Markets Act 2000.

Listing Rules.

VIRT-X Regulatory Environment du 3 mai 2002, disponible sous www.virt-x.com.

6. Union européenne

Deuxième directive 77/91/CEE du Conseil du 13 décembre 1976 tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les Etats membres des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, JOCE L 26 du 31. 1. 1977, p. 1.

Troisième directive 78/855/CEE du Conseil du 9 octobre 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les fusions de sociétés anonymes, JOCE L. 295 du 20 novembre 1978, p. 36.

- Quatrième directive 78/660/CEE du Conseil du 25 juillet 1978 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 sous g) du traité et concernant les comptes annuels de certaines formes de sociétés, JOCE L 222 du 14 août 1978, p. 11.
- Sixième directive 82/891/CEE du Conseil du 17 décembre 1982 fondée sur l'article 54 paragraphe 3 point g) du traité et concernant les scissions de sociétés anonymes, JOCE L 378 du 31 décembre 1982, p. 47.
- Directive 88/627/CEE du Conseil du 12 décembre 1988 concernant les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse, JOCE L 348 du 17 décembre 1988, p. 62.
- Directive 89/298/CEE du Conseil du 17 avril 1989 portant coordination des conditions d'établissement, du contrôle et de diffusion du prospectus en cas d'offre publique de valeurs mobilières, JOCE L 124 du 5 mai 1989, p. 8.
- Directive 89/592/CEE du conseil du 13 novembre 1989 concernant coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, JOCE L 334 du 13 novembre 1989, p. 30.
- Directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et à l'information à publier sur ces valeurs, JOCE L 184 du 6 juillet 2001, p. 1.
- Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), JOCE L 96 du 12 avril 2003, p. 16.



AUTRES SOURCES

(CODE DE BONNE CONDUITE, LOIS MODÈLES, PROJETS DE LOI, RAPPORTS, ETC.)

1. Suisse

Avant-projet de loi fédérale sur les opérations d'initiés d'octobre 1983.

Avant-projet de loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières d'octobre 1991.

Avant-projet de loi fédérale sur la fusion, scission et transformation de sujets de novembre 1997.

Avant-projet et rapport explicatifs pour une loi fédérale sur l'établissement et le contrôle des comptes annuels (LECCA) et pour une ordonnance sur l'agrément des contrôleurs des comptes (OACC) du 29 juin 1998.

Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise, juillet 2002 (cité : Code suisse de bonne pratique).

Message concernant la révision du droit des sociétés anonymes du 23 février 1983, FF 1983 II 745 (cité d'après l'édition tiré à part).

Message concernant la modification du code pénal (Opérations d'initiés) du 1^{er} mai 1985, FF 1985 II 70.

Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1269.

Message concernant une loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 13 juin 2000, FF 2000 3995.

Message concernant la révision du code des obligations (droit de la société à responsabilité limitée ; adaptation des droits de la société anonyme, de la société coopérative, du registre du commerce et des raisons de commerce) du 19 décembre 2001, FF 2002 2949.

Projet de Circulaire de la Commission fédérale des banques : Règles sur la surveillance sur les comportements abusifs sur les marchés (Règles sur les abus de marché) de décembre 2003.

Projet de la Commission des OPA du 22 février 1996 concernant, l'ordonnance sur les offres publiques d'acquisition (Ordonnance sur les OPA) : Ordonnance et commentaires.

Proposition de modifications du Code fédéral des obligations en matière de sociétés anonymes du Conseiller aux Etats Kaspar Villiger, B.O.C.E 1988 519.

Rapport explicatif concernant l'avant-projet de loi fédérale sur la fusion, la scission et la transformation de sujets (loi sur la fusion), Berne novembre 1997.

Rapport du Groupe de réflexion droit des sociétés du 24 septembre 1993, Berne 1993.

2. Standards internationaux

OCDE (1999), Principes de l'OCDE relatifs au gouvernement d'entreprise, SG, CG(99)5, Paris 1999.

IOSCO (1998), Objectives and Principles of Securities Regulation, Septembre 1998.

3. Allemagne

BAUMS, Theodor (éd.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Cologne : Otto Schmidt 2001.

Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung – Drucksache 14, 7034, 14, 7090, du 14.11.2001, Drucksache 14, 7477.

Gesetzesentwurf der Bundesregierung : Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, du 05.10.2001, Drucksache 14, 7034.

4. Etats-Unis

American Law Institute, *Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations as adopted and promulgated by the American Law Institute at Washington D.C., May 13, 1992*, 2 vol., St. Paul, Minn. : American Law Institute 1994 (cité : *Principles of Corporate Governance*).

American Law Institute, *Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations*, Reporters' Study No 1-Transactions in Control (Feb. 22 1985).

Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees, « Report and Recommendations of the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees », 54 *The Business Lawyer* (1999), p. 1067 (cité : *Report and Recommendations of the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees*).

Committee on Corporate Laws (1990), « Other Constituencies Statutes : Potential for Confusion », 45 *Bus. Law* (1990), p. 2253.

Comittee on Corporate Laws (2001) « Corporate Director's Guidebook », 3^{ème} éd., 56 *The Business Lawyer* (2001), p. 1571. (cité : *Corporate Director's Guidebook*).

Model Business Corporation Act.

5. France

Le Conseil d'administration des sociétés cotées : Rapport du groupe de travail AFEP, CNPF, Paris juillet 1995.

6. Royaume-Uni

UKLA, Guidance on the dissemination of price sensitive information.

Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Londres : décembre 1992 (cité : Cadbury Report).

7. Union européenne

Avis du Comité économique et social sur la « proposition de treizième directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition », JOCE C 298 du 27 novembre 1989, p. 56.

Avis du Comité économique et social sur la « proposition de treizième directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition », JOCE C 295 du 7 octobre 1996, C 295 p. 1.

Un cadre réglementaire moderne pour le droit européen des sociétés : document consultatif du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés, disponible sous www.europa.eu.int.

Proposition de treizième directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition, JOCE C 64 du 14 mars 1989, p. 28 ; avec exposé des motifs COM (88) 823 final.

Proposition de treizième directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition, JOCE C 240, du 26 septembre 1990, p. 7.

Proposition de treizième directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition du 8 février 1996, JOCE C 162, du 6 juin 1996, p. 5 ; avec exposé des motifs COM (95) 655 final.

Proposition modifiée de treizième directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition, du 10 novembre 1997, JOCE C 378, du 13 décembre 1997, p. 10, avec exposé des motifs COM (97) 565 final.

Proposition modifiée de treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition, du 19 juin 1999, JOCE C 23 du 24 janvier 2001, p. 1.

Projet commun de treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition du 6 juin 2001.

Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition du 2 octobre 2002, COM (2002), 534(01).

Rapport du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition du 10 janvier 2002, disponible sous < www.europa.eu.int >.

Rapport sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les offres publiques d'acquisition (Coopération renforcée entre commissions – article 162^{bis}) – Commission juridique et du marché intérieur, du 8 décembre 2003, A5/2003/0469.

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe of 4 November 2002, disponible sous <www.europa.eu.int>.

ARRÊTS, DÉCISIONS ET RECOMMANDATIONS CITÉS

1. Suisse

a) Tribunal fédéral

Arrêt du Tribunal fédéral du 5 juillet 1913, *Bach c. Spar- und Leihkasse Steckborn in Liq.*, ATF 39 II 531.

Arrêt du Tribunal fédéral du 2 octobre 1913, *Siegiwart c. Konkursmasse Glashütte Horn AG*, ATF 39 II 561.

Arrêt du Tribunal fédéral du 1^{er} octobre 1915, *Wydler c. Spar- und Leihkasse Bern*, ATF 41 II 571.

Arrêt du Tribunal fédéral du 12 mars 1919, *Rocca et consorts c. Raffineries réunies d'huiles et de graisses végétales SA*, ATF 45 II 86.

Arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1921, *B et consorts c. A. et consorts*, ATF 47 II 272.

Arrêt du Tribunal fédéral du 20 juin 1923, *Sandoz c. Rochat*, ATF 49 II 248.

Arrêt du Tribunal fédéral du 2 février 1925, *Valenti et Corti et al. c. Baugenossenschaft Klushalde*, ATF 51 II 65.

Arrêt du Tribunal fédéral du 5 octobre 1925, *Hablützel c. Schweiz. Gesellschaft für elektrische Industrie*, ATF 51 II 412.

Arrêt du Tribunal fédéral du 7 juin 1927, *Gebr. Oechslin und J. Oechslin-Bek c. Schweiz. Bindfadenfabrik*, ATF 53 II 228.

Arrêt du Tribunal fédéral du 7 février 1933, *Stoll c. Trullas & Cie*, ATF 59 II 44.

Arrêt du Tribunal fédéral du 5, 6 décembre 1933, *Hoirs B. et consorts c. T. et K.*, ATF 59 II 434.

Arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1934, *Hefti c. Steffan*, ATF 60 II 100.

Arrêt du Tribunal fédéral du 17 septembre 1936, *Hauff c. B.*, ATF 62 II 274.

Arrêt du Tribunal fédéral du 9 février 1937, *Spar- und Leihkasse Huttwil AG c. Steuri et consorts*, ATF 63 II 14.

Arrêt du Tribunal fédéral du 14 septembre 1938, *Bollag c. « Die Dame AG »*, ATF 64 II 272, JT 1939 I 6.

Arrêt du Tribunal fédéral du 17 janvier 1939, *Volksbank Reiden A.-G. in Liq. c. Kunz et consorts*, ATF 65 II 2.

Arrêt du Tribunal fédéral du 24 juin 1941, *Wild-Siber c. Siver et Wehrli AG*, ATF 67 II 162, JT 1941 I 626.

Arrêt du Tribunal fédéral du 18 octobre 1949, *Denzler c. Gut*, ATF 75 II 302.

Arrêt du Tribunal fédéral du 21 mars 1950, *F.X. c. X*, ATF 76 II 51, JT 1950 I 559.

Arrêt du Tribunal fédéral du 6 juin 1951, *Meyer c. Ville de Neuchâtel*, ATF 77 II 135.

- Arrêt du Tribunal fédéral du 6 novembre 1951, *Buhlmann c. Bechler*, SJ 1952 81, SAS 25 (1952, 1953), p. 140 (rés.).
- Arrêt du Tribunal fédéral du 31 mars 1953, *Frick c. von Arx*, ATF 79 II 155.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 9 juin 1953, *Meyer de Stadelhofen c. Odermatt*, ATF 79 II 154.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 29 avril 1953, *VOP-Stadtplan c. Hegner*, ATF 79 II 289.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 18 octobre 1954, *Himmelspach c. Lonza Elektrizitätswerk und chemische Fabriken S.A.*, ATF 80 II 267, JT 1955 I 205.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 19 mars 1956, *M. et N. c. Société anonyme X.*, ATF 82 II 216, JT 1957 I 124.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 25 février, *Allega S.A. et consorts c. Gschwind*, ATF 83 II 57, JT 1957 I 568.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 21 mars 1960, *Marti c. Masse en faillite de Emet AG*, ATF 86 II 89.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 8 septembre 1961, *Zellweger-Pugin S.à.r.l. c. Société suisse des marchands de charbon et Tribunal cantonal vaudois*, ATF 87 I 301.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 6 juillet 1965, *Wyss-Fux AG c. Fux*, ATF 91 II 298 ; JT 1966 I 264.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 24 janvier 1967, *Kreft AG en liquidation concordataire c. Hommel & Cie*, ATF 93 II 22, JT 1968 I 148.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 18 février 1969, *Société coopérative pour la protection des actionnaires privés du BLS c. Société du chemin de fer des Alpes bernoises Berne-Loetschberg-Simplon*, ATF 95 II 157, JT 1970 I 344.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 10 mars 1971, *Felix c. Thomann*, ATF 97 II 43, JT 1972 I 47.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 3 septembre 1971, *AG für Rechtsschutz in Fusionsachen c. Ursina-Frank SA*, ATF 97 II 185, JT 1972 I 649 (rés.).
- Arrêt du Tribunal fédéral du 15 septembre 1971, *AG für Rechtsschutz in Fusionsachen c. Ursina-Frank SA et Appellationshof des Kantons Bern*, ATF 97 I 481, JT 1972 I 494.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 9 novembre 1971, *Zürcher et consorts c. Kredit- und Verwaltungsbank Zug AG (en liquidation par voie de faillite)*, ATF 97 II 403, JT 1973 I 66, note Alain HIRSCH.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 3 avril 1973, *Ringier & CO AG c. Weltwoche-Verlag Karl von Schumacher & CO AG*, ATF 99 II 55, JT 1973 I 618.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 18 septembre 1973, *Stefan c. Artella S.A.*, ATF 99 II 176, JT 1974 I 71, note Alain HIRSCH.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 9 juillet 1974, *Dürst-Wismar c. Liegenschaften und Beteiligungen AG*, ATF 100 II 384, JT 1975 I 334, SAS 48 1976, p. 163, note Christoph VON GREYERZ.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 19 septembre 1975, *Société anonyme S c. Commission fédérale des banques*, ATF 101 Ib 442.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1976, *Schnydrig Hoch- und Tiefbau AG c. Chef du département de justice et police du canton du Valais*, ATF 102 Ib 21, JT 1977 I 251.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 26 juin 1976, *Vanoli c. Thomas Domenig et consorts*, ATF 102 II 81, JT 1977 I 210.

- Arrêt du Tribunal fédéral du 22 septembre 1976, *Ringier & Co. S. A. c. Jean Frey S. A. et Offset & Buchdruck S. A.*, ATF 102 II 265, JT 1977 I 102.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 7 juin 1977, *Société en nom collectif H & W c. Deponie S.A.*, ATF 103 II 141, JT 1978 I 562.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 6 février 1979, *Escophon AG c. Bank in Langenthal*, ATF 105 II 75, JT 1980 I 66.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 22 mai 1979, *Togal c. Schmidt*, ATF 105 II 114, JT 1980 I 86.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 23 février 1982, *Wallinger c. Etimpex*, ATF 108 II 107.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 25 mai 1982, *X c. J. Berberat et Henauer SA*, SJ 1982 221.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 22 décembre 1982, *AMF Overseas Corporation c. Commission cantonale de recours en matière foncière du canton de Vaud*, ATF 108 Ib 440.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 22 décembre 1982, *X c. Administration fédérale des contributions*, ATF 108 Ib 450, ASA 52 374, RDAF 1984 285.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 3 mai 1983, *Haemmerli (communauté héréditaire) c. EMS-Chemie Holding AG et Président du Tribunal de district d'Imboden*, ATF 109 II 47, JT 1984 I 52.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 30 septembre 1983, *Löwenbrau Zurich AG c. Gewerbebank Baden*, ATF 109 II 239, JT 1983 I 148.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 17 octobre 1983, *M. c. B., Firma EBO S.à r.l. und Staatsanwaltschaft des Kantons Zürich*, ATF 108 IV 112, JT 1984 IV 77.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 10 avril 1984, *X c. Immorest AG*, ATF 110 II 393, JT 1985 I 287.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 17 septembre 1985, *Negresco SA c. Masse en faillite de Soscil SA*, ATF 111 I 284, SJ 1986 183.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 8 avril 1986, *Dame Y c. Interallianz Bank Zurich AG et Hänsli*, ATF 112 II 172.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 25 juin 1986, *P.V. Papeterie de Versoix c. Callahan N.V. et Procureur général du canton de Genève*, ATF 112 II 145, SJ 1987 113.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1987, *M. c. F. et M. S.*, ATF 113 II 52, JdT 1988 I 26.
- Arrêt du Tribunal fédéral des assurances du 29 septembre 1988, *U. c. Ausgleichskasse des Schweizerischen Baumeisterverbandes und Kantonale Rekurskommission Uri für die AHV, IV, EO*, ATF 114 IV 219.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 7 avril 1989, C. (non publié).
- Arrêt du Tribunal fédéral du 20 juin 1989, *M. S.A. c. Département de justice du canton de Neuchâtel*, ATF 115 II 272.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 24 avril 1990, *Schmid AG Gattikon c. WSI Wollspinnerei Interlaken AG et Kammgarnspinnerei Interlaken AG en faillite*, ATF 116 II 320, JT 1991 I 373.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 18 décembre 1990, *J. et S. c. Caisse Maladie X*, ATF 116 II 713.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 15 janvier 1991, *B. SA c. Carlo G. et Isidore G.*, ATF 117 II 68, SJ 1991 339, JT 1991 I 650.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 10 avril 1991, *Schweizerische Bankgesellschaft c. Handelsregisteramt und Justizdirektion des Kantons Zürich*, ATF 117 II 186.

- Arrêt du Tribunal fédéral du 25 juin 1991, *Association Canes c. Nestlé S.A.*, ATF 117 II 290.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 27 août 1991, *Margrit G. c. Jürg D.*, ATF 117 II 432, JT 1993 I 72.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 12 décembre 1991, *Christoph N. c. W. G. et K.*, ATF 117 II 570.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 13 octobre 1992, *A., B., C., D., E., sieur Z.*, ATF 118 Ib 448.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 21 décembre 1992, *X Corp. c. Office fédéral de la police*, ATF 118 Ib 547, JT 1993 IV 191 (rés.), SJ 1993 337 (rés.).
- Arrêt du Tribunal fédéral du 19 janvier 1993, *H. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 119 II 23, JT 1994 I 319.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 24 mars 1993, *Ministère public du canton de Zurich c. X*, ATF 119 IV 39, JT 1995, IV 77.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 15 novembre 1994, *Wibru Holding SA c. Swissair Beteiligungen SA*, ATF 120 II 331, JT 1995 I 359.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 6 avril 1994, T c. E (2), SJ 1995 791.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 21 mars 1993, *S. c. Caves Mövenpick SA*, ATF 121 II 176, JT 1996 I 64.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 25 avril 1995, *UBS c. BK Vision AG*, ATF 121 III 219, JT 1996 I 162.
- Arrêt du 19 septembre 1995, *Département fédéral de justice et police c. Radcliffes Trustee Company SA*, ATF 121 III 368.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 10 octobre 1995, *Fédération suisse de lutte amateur c. René Gros-sen*, ATF 121 III 350.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 19 juillet 1996, *W c. UBS SA*, ATF 122 III 279, JT 1998 I 605.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 8 mars 1996, *X Corporation c. Y*, ATF 122 III 166, JdT 1998 II 130.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 8 mars 1996, *X Corporation c. Q*, ATF 122 III 176, JdT 1998 II 140.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 28 mai 1996, *R. c. V. et G.*, ATF 122 III 196, JdT 1997 I 221, JdT 1999 II 12, JdT 1998 II 163.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 5 juin 1996, *I. AG c. X*, Praxis 85 (1996), no 239.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 19 décembre 1997, *PH S.A. c. R S.A.*, SJ 1998 553, PJA 1998 1235, note Lukas GLANZMANN, *RSDA* 71 (1999), p. 48, note Alain HIRSCH.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 16 avril 1998, *Musikvertrieb SA c. Motor-Colombus SA*, ATF 124 III 297, SJ 1998 460.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 20 novembre 1998, *Beauregard Sàrl c. Chambre des recours du Tribunal Cantonal du canton de Vaud*, ATF 125 III 18.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 11 décembre 1998, *O. S. c. B.*, ATF 125 III 86, SJ 1999 I 305, note Christine CHAPPUIS.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 17 juin 1999, *P. SA. c. CFB*, Bull. CFB 38 (1999), p. 24.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 3 juillet 2000, *G. Schwendler SA en faillite c. Kaufmann & Co*, ATF 126 III 361, JT 2001 I 131.
- Arrêt du Tribunal fédéral du 7 août 2000, *Banque de Dépôts et de Gestion B. SA c. Henri et Eric Bonnet*, ATF 126 III 375.

Arrêt du Tribunal fédéral du 28 septembre 2000, *Intermandat SA c. Tubinvest Holding SA*, 4C.198, 2000.

Arrêt du Tribunal fédéral du 5 mars 2001, *Office fédéral de la justice c. X et Y*, 1A.325, 2000.

Arrêt du Tribunal fédéral du 28 mars 2001, *Communauté héréditaire de feu Grégoire Salmanowitz c. SGS, Société Générale de Surveillance Holding SA*, SJ 2001 I 462.

Arrêt du Tribunal fédéral du 2 juillet 2001, *Baumgartner Papiers Holding SA c. Décision du 4 août 2000 de la Chambre des offres publiques de la Commission fédérale des banques, Commission des OPA, Edelman Value Partners L.P. et autres*, 2A.294, 2000.

Arrêt du Tribunal fédéral du 29 octobre 2001, *Banque A. B c. D*, ATF 128 III 29, SJ 2002 351.

Arrêt du Tribunal fédéral du 28 février 2002, *A. SA et B. SA c. R., C. SA, D. SA en liquidation et E.*, ATF 128 III 180, SJ 2002 I 595.

Arrêt du Tribunal fédéral du 15 avril 2002, *S. Establishment c. Commission fédérale des banques*, 2A.567, 2001.

b) Tribunaux cantonaux.

Décision de l'Obergericht du canton d'Aarau du 12 décembre 1949, *RSJ* 49 (1953), p. 295, no 119.

Décision du Bezirksgericht Zurich du 27 janvier 1965, *RSJ* 61 (1965), p. 326, N. 150.

Décision du Amtsgericht de la ville de Lucerne du 28 décembre 1976, *RSJ* 74 (1978), p. 315, no 63.

Décision de l'Obergericht du canton de Lucerne du 25 janvier 1977, *LGVE* 1977 I p. 415, no 354, p. 416.

Décision de l'Obergericht du canton de Zurich du 3 février 1981, *ZR* 81 (1981), p. 55, no 17.

Décision de l'Obergericht du canton de Zurich du 4 décembre 1981, *ZR* 81 (1982), p. 217, no 91.

Décision de la Première Chambre civile du Tribunal cantonal tessinois du 20 juillet 1983, *Rep.* 1984 362.

Arrêt du Tribunal cantonal du Valais du 16 février 1984, *X c. C.E.S.*, *RVJ* 1985, p. 105.

Décision de la Cour d'appel de Fribourg du 3 juin 1986, *Extraits* 1986 19.

Décision du Handelsgericht du canton de Zurich du 11 avril 1988, *ZR* 87 (1988), p. 129, no 51.

Arrêt de la Cour de justice du Canton de Genève du 23 janvier 1992, *X c. Z. et Dames Z.*, *SJ* 1992 338.

Arrêt du Tribunal cantonal du Valais du 16 septembre 1998, *X et consorts c. Y et consorts*, *RVJ* 1999 292.

Arrêt du Tribunal administratif de la République et Canton de Neuchâtel du 7 juillet 2000, *REPRAX* 2000 75.

c) Commission fédérale des banques.

Décision de la Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques du 4 mars 1998, *Pharma Vision 2000 AG et al.*, *Bull. CFB* 36 (1998), p. 38.

Décision de la Commission fédérale des banques du 1^{er} juillet 1998, *M. SA.*, Bull. CFB. 38 (1999), p. 20.

Décision de la Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques du 23 juin 2000, *Esec Holding AG et Unaxis Holding AG.*

Décision de la Chambre des Offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques du 4 août 2000, *Baumgartner Papiers Holding SA c. Edelman Value Partners L.P. et autres.*

Décision de la Chambre des offres publiques d'acquisitions de la Commission fédérale des banques du 19 septembre 2000, *Intersport PSC Holding AG et Stancroft Trust Limited.*

d) Commission des OPA

Recommandation de la Commission des OPA du 21 avril 1998, *Pirelli & Cie Luxembourg SA/Société Internationale Pirelli SA, Bâle.*

Recommandation de la Commission des OPA du 15 janvier 1999, *Offre publique d'acquisition de Deutschen Post International B.V., Amsterdam pour toutes les actions nominatives de Danzas Holding AG, Bâle.*

Recommandation de la Commission des OPA du 5 mai 1999, *Offre publique d'acquisition d'IMG Fondation de placements immobiliers, Genève, aux actionnaires de la Société Immobilière Genevoise, Genève.*

Recommandation de la Commission des OPA du 18 Mai 1999, *Heineken International Beheer B.V., Amsterdam/Brauerei Haldengut, Winterthur.*

Recommandation de la Commission des OPA du 27 Mai 1999, *Heineken International Beheer B.V., Amsterdam/Calada Bräu.*

Recommandation de la Commission des OPA du 1^{er} novembre 1999, *Compañia Roca Radiadores S.A., Barcelona/Keramik Holding Laufen AG, Laufen.*

Recommandation de la Commission des OPA du 15 décembre 1999, *Ems-Chemie Holding AG, Domat, Ems/Axantis Holding AG, Riedholz.*

Recommandation de la Commission des OPA du 7 avril 2000, *Offre publique d'acquisition de Tsufa AG, Allschwill pour toutes les actions au porteur de Big Star Holdings AG, Allschwill.*

Recommandation de la Commission des OPA du 15 mai 2000, *Loeb Holding AG.*

Recommandation de la Commission des OPA du 29 mai 2000, *Banque cantonale de Genève.*

Recommandation de la Commission des OPA du 7 août 2000, *Fair Play International Sports GmbH/Intersport PSC AG.*

Recommandation de la Commission des OPA du 11 août 2000, *Fair Play International Sports GmbH/Intersport PSC AG.*

Recommandation de la Commission des OPA du 7 août 2000, *Stancroft Trust Ltd/Intersport PSC Holding AG.*

Recommandation de la Commission des OPA du 11 août 2000, *Stancroft Trust Ltd/Intersport PSC Holding AG.*

Recommandation de la Commission des OPA du 21 novembre 2000, *Complet-e*.

Recommandation de la Commission des OPA du 19 mars 2001, *Annonce préalable d'une offre publique d'achat et d'échange d'Incentive Capital AG, Zug, pour toutes les actions nominatives de Sulzer AG, Winterthur, détenues par le public*.

Recommandation I du 16 juillet 2001 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Multipapiers SA, Pully, aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier*.

Recommandation I du 28 septembre 2001 de la Commission des OPA, *Offres publiques d'acquisition de Hansa AG, Bâle pour 375'000 actions au porteur qui se trouvent dans le public de ENR Eastern Natural Ressources SA, Genève – Requête de la société cible en exception à l'art. 35 al. 2 lit. a OOPA*.

Recommandation III du 5 décembre 2001 de la Commission des OPA, *Offre publique d'acquisition de Multipapiers SA, Pully, aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier*.

Recommandation de la Commission des OPA du 26 mars 2002, *Bank Sarasin & Cie*.

Recommandation de la Commission des OPA du 15 octobre 2002, *Martin Lüthi, Hans-Jürg Lüthi, Eugen Bollinger, UDT Group, Ltd. Kirchberg*.

e) Commission de régulation

Décision de la Commission de régulation du 20 mars 1990, *Luftseilbahn Wangs-Pizol AG, RSDA 62 (1990)*, p. 208.

Décision de la Commission de régulation du 7 juin 1995 sur l'offre publique d'achat de *BBA Group Plc sur Holvis AG, RSDA 67 (1995)*, p. 186.

Décision de la Commission de régulation du 3 juin 1997, *Holderbank Financière Glarus AG, Société Suisse de Ciment Portland SA, RSDA 70 (1998)*, p. 248 et 251.

Décision de la Commission de régulation d'août 1997, *Syndicat de banques, Rentenanstalt – Swiss Life, RSDA 70 (1998)*, p. 248 et 251.

f) SWX Swiss Exchange

Sanction de la SWX Swiss Exchange à l'encontre de *Gretag Imaging Holding AG* du 3 novembre 2001.

Sanction de la SWX Swiss Exchange à l'encontre de *Charles Vögele Holding AG* du 17 décembre 2001.

Sanction de la SWX Swiss Exchange à l'encontre de *Think Tools* du 20 juin 2002.

Sanction de la SWX Swiss Exchange à l'encontre de *Logitech International S.A.* du 11 octobre 2002.

2. Allemagne

BGHZ 83, p. 122, « Holzmüller ».

BGHZ 85, p. 295, « Hertie ».

BGHZ 103, p. 184, « Linotype ».

BGHZ 129, 136 « Girmes ».

BGHZ 135, p. 244, « ARAG ».

BGHZ 146, p. 179.

3. Etats-Unis

a) Juridictions fédérales

Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

Blackie v. Barrack, 524 F.2d 891 (9th Cir. 1975).

Carpenter v. United States, 484 U.S. 19 (1987).

Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980).

Dirks v. Securities Exchange Commission, 463 U.S. 646 (1983).

Flamm v. Eberstadt, 814 F.2d 1169, (7th Cir. 1987), cert. denied, 484 U.S. 853 (1987).

Greenfield v. Heublein, Inc., 742 F.2d 751 (3rd Cir. 1984), cert. denied, 469 U.S. 1215 (1985).

Hanson Trust PLC, et al. v. ML SCM Acquisition Inc. et al., 781 F.2d 264, 274 (2nd Cir. 1986).

Moore Corp v. Wallace Computer Servs., 907 F. Supp 1545 (D. Delaware 1995).

In re Cady, Roberts & Co, 40 SEC 907 (1961).

Reiss v. Pan American World Airways, Inc., 711 F.2d 11 (2nd Cir.1983).

Santa Fe Industries v. Green, 43 U.S. 462, (1977).

SEC v. GEON Industries, 531 F.2d 39 (2nd Cir. 1976).

SEC v. Texas Gulf Sulphur CO, 401 F.2d. 833 (2nd Cir. 1968).

Staffin v. Greenberg, 672 F.2d 1196, 1207 (3rd Cir. 1982).

United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).

TSC Industries et al. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).

b) Juridictions étatiques

ACE Ltd. v. Capital Re Corporation, 747 A.2d 95 (Del. Ch. 1999).

Aprahamian v.HBO & Co, 531 A.2d 1204 (Del. Ch. 1987).

Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

Brazen v. Bell Atlantic Corp., A.2d 43 (Del. 1997).

Cheff v. Mathes, 199 A.2d 548, p. 555 (Del. 1964).

Chesapeake Corporation v. Shore, 771 A.2d 293 (Del. Ch. 2000).

Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp., 569 A.2d 53 (Del. 1989).

- Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613, n. 55 (Del. Ch. 1991).
- Farris v. Glen Alden Corp.*, 143 A.2d 25, (Pa. 1958).
- Hariton v. Arco Elec., Inc.*, 188 A.2d 123, 41 Del. Ch. 74, (Del. Ch. 1963).
- Gimbel v. Singnal Companies Inc.*, 316 A.2d 599 (Del. Ch. 1974), 605, affirmed 316 A.2d 619 (Del. 1974).
- H.F. Ahmanson & Co. v. Great Western Financial Corporation*, C.A. No 15650 Slip Op., 1997 Del. Ch. Lexis 84 (Del. Ch. 1997).
- In re IXC Communications Inc. Shareholder Litigation*, Cons. C.A. No. 17324 Slip Op., 1999 Del. Ch. LEXIS 210 (Del. Ch. Oct. 27, 1999).
- In re Nantucket Island Associates Limited Partnership Unitholders Litigation*, 810 A.2d 351 (Del. Ch. 2002).
- Katz v. Bregman*, 431 A.2d 1274 (Del. Ch. 1981).
- Lerman v. Diagnostic Data, Inc.*, 421 A.2d 906 (Del. Ch. 1980).
- McMillan v. Intercargo Corp.*, 768 A.2d 492 (Del. Ch. 2000).
- Mills Acquisition Co. v. Macmillan*, A.2d 1261 (Del. 1989).
- Moran v. Household Industries, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).
- Oberly v. Kirby*, 592 A.2d 445 (Del. 1991).
- Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare Inc.*, 2003 Del. LEXIS 195 (Del. 2003).
- Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc.*, 637 A.2d 34 (Del. 1994).
- Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d. 1140 (Del. 1990).
- Phelps Dodge Corporation, v. Cyprus Amax Minerals Co.*, C.A. No 17398 Slip Op., 1999 Del. Ch. LEXIS 202, (Del. Ch. Sept. 27, 1999).
- Quickturn Design Systems v. Mentor Graphics Corporation*, 721 A.2d 1281 (Del. 1998).
- Rand v. Western Airlines, Inc.*, C.A. 1994 Slip Op., Del. Ch. LEXIS 26, No 8632 (Del. Ch., Feb. 25, 1994).
- Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).
- Schnell v. Chris-Craft Industries*, 285 A.2d 437 (Del. 1971).
- Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).
- State of Wisconsin Investment Board v. Barlett*, C.A. No. 17727 Slip Op., 2000 Del. Ch. LEXIS 42 (Del. Ch. Feb. 24, 2000).
- Stroud v. Grace*, 606 A.2d 75 (Del. 1992).
- Thompson v. Enstar Corp.*, 509 A.2d 578 (Del. Ch. 1984).
- Thorpe by Castleman v. CERBCO, Inc.*, 676 A.2d 436 (Del. 1996).
- Unocal, Inc. v. Mesa Petroleum Co. et al.*, 496 A.2d 946 (Del. 1985).
- Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361 (Del. 1995).
- Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

Williams v. Geier, 671 A.2d 1368 (Del. 1996).

Winston v. Mandor, 710 A.2d 835 (Del. Ch. 1997).

4. Royaume-Uni

BAT Industries plc, [1990] J.B.L. 67, Appeal Committee Statement.

Dawson International plc v. Coats Patons plc, [1991] BCC 276, Court of Sessions.

Fulham Football Club Ltd. v. Cabra Estates plc, [1994] BCLC 363, Ch.D. et C.A.

Heron International Ltd. v. Lord Grade, [1983] BCLC 244, p. 265, C.A.

John Crowther Group v. Carpets International, [1990] BCLC 460, Ch.D. per Vinelott J.

Normann v Theodore Goddard [1991] BCLC 1028, Ch.D. per Hoffmann J.

Peel v Landon an NW Railway [1907], 1 Ch. 5, CA 15, C.A. per Buckley L.J.

Rackham v. Peek Foods Ltd., (1977), [1990] BCLC 895, Ch.D. per Vinelott J.

Re A Company, [1986] BCLC 382, Ch.D. per Hoffmann J.

Re City Equitable Fire Insurance Co Ltd, [1925], Ch. 407, Ch.D. per Romer J.



TABLE DES ABRÉVIATIONS

A.2d	Atlantic Report, Second Series (USA)
AC	Law Reports Appeal Cases (Royaume-Uni)
ACJ	Arrêt de la Cour de justice (du canton de Genève)
aCO	Ancien code des obligations qui se réfère généralement aux dispositions du Titre vingt-sixième se rapportant à la société anonyme du 18 décembre de 1936 (RO 1937 85) en vigueur jusqu'au 30 juin 1992
AktG	Aktiengesetz du 6 septembre 1965 (Allemagne)
al.	alinéa
AP-LBVM	Avant-projet de loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières d'octobre 1991.
AP-LFus	Avant-projet de loi fédérale sur la fusion, scission et transformation de sujets de novembre 1997
art.	article
ATF	Recueil officiel des arrêts du Tribunal fédéral suisse.
BGBI	Bundesgesetzblatt (Allemagne)
B.O.C.E.	Bulletin officiel du Conseil des Etats
B.O.C.N.	Bulletin officiel du Conseil national
BCC	Brown's Chancery Cases
BCLC	Butterworth's Company Law Cases (Royaume-Uni)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch du 18 août 1896 (Allemagne)
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BJM	Basler juristische Mitteilungen
Bull. CFB	Bulletin de la Commission fédérale des banques
c.	contre
C.A.	Court of Appeals (Royaume-Uni)
C.Com.	Code de commerce (France)
C.E.J.E.	Centre d'études juridiques européennes de la Faculté de droit de Genève
C.F.R.	Code of Federal Regulations
C.mon. et fin.	Code monétaire et financier
Cass.	Cassation (France)
CC	Code civil suisse
CCfr	Code civil (France)
cf.	<i>confer</i>

CFB	Commission fédérale des banques
ch.	chiffre
Ch.	Chancery
Ch.D.	Chancery Division (Royaume-Uni)
CO	Code des obligations
COB	Commission des opérations de bourse (France)
Comp.	comparer avec
consid.	considérant(s)
COPA	Commission des OPA
CP	Code pénal suisse
DGCL	Delaware General Corporate Law
DB	Der Betrieb
F2d	Federal Reporter, Second Series (USA)
FSA	Financial Services Authority (Royaume-Uni)
Habil.	Thèse d'habilitation
HGB	Handelsgesetzbuch du 18 mai 1897 (Allemagne)
J.B.L.	Journal of Banking Law (Royaume-Uni)
JCP	La Semaine Juridique (France)
JOCE	Journal officiel des communautés européennes
JT	Journal des tribunaux (Lausanne)
LB	Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934.
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 mars 1995
LCA	loi fédérale sur le contrat d'assurance du 2 avril 1908
LCR	loi fédérale sur la circulation routière du 19 décembre 1958
LFAIE	Loi fédérale sur l'acquisition d'immeubles par des personnes à l'étranger du 16 décembre 1983
LFus	Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 15 septembre 2003
LGVE	Luzerner Gerichts- und Verwaltungsentscheide
lit.	<i>littera</i> (lettre)
MBCA	Model Business Corporation Act
NYSE	New York Stock Exchange
no	numéro
nos	numéros

OB	Ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne du 17 mars 1992.
OBVM	Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 2 décembre 1996.
OBVM-CFB	Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 25 juin 1997.
OOPA	Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition du 21 juillet 1997 approuvée par la Commission fédérale des banques le 11 août 1997
OPA	Offre publique d'acquisition
ORC	Ordonnance sur le registre du commerce du 7 juin 1937
p.	page(s)
PA	Loi fédérale sur la procédure administrative du 20 décembre 1968
P-CO	Projet de code des obligations
PJA	Pratique juridique actuelle
P-LBVM	Projet de loi fédérale sur les bourses et les négociants en valeurs mobilières
P-LFus	Projet de loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine
Pra.	Praxis des Bundesgerichts
RDAI	Revue de droit des affaires internationales
RDS	Revue de droit suisse
Règl. COB n° 2002–04	Règlement n° 2002–04 de la Commission des opérations de bourse relatif aux offres publiques d'acquisition portant sur des instruments financiers négocié sur un marché réglementé (France)
Règl. Gén CMF	Règlement général du Conseil des marchés financiers (France)
REPRAX	Revue pour le registre du commerce
rés.	Résumé
RJB	Revue de la société des juristes bernois
RO	Recueil officiel des lois fédérales
RS	Recueil systématique des lois fédérales
RSDA	Revue suisse de droit des affaires
RSJ	Revue juridique suisse
RVJ	Revue valaisanne de jurisprudence
S.E.C.	Securities Exchange Commission
SAS	Société anonyme suisse (aujourd'hui Revue suisse de droit des affaires)
SJ	La semaine judiciaire (Genève)
s.	suivant(e) (page, note, etc.)

ss	suivant(e)s (page, note, etc.)
TF	Tribunal fédéral
UKLA	United Kingdom Listing Authority (Royaume-Uni)
UmwG	Umwandlungsgesetz du 28 octobre 1994
US	United States Supreme Court Reports
USC	United States Code
v.	<i>versus</i>
Vol.	Volume
WM	Wertpapier Mitteilungen : Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz du 9 septembre 1998
WpÜG	Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen du 20 décembre 2001
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für Handelsrecht
ZR	Blätter für Zürcherische Rechtsprechung

TABLE DES MATIÈRES

Remerciements	V
Sommaire	VII
Introduction générale	1
§ 1 Présentation de la problématique	1
§ 2 Cadre analytique	3
I. Société anonyme publique	4
A. Limitation de l'analyse aux sociétés publiques	4
B. Vers un droit des sociétés cotées	5
II. Relations entre le conseil d'administration et les actionnaires	6
A. Problème d'action collective	6
B. Coûts d'agence	7
C. <i>Corporate governance</i> comme solution	7
§ 3 Plan	8
Chapitre 1 Notions et techniques juridiques des fusions et acquisitions	11
§ 1 Définition des fusions et acquisitions	11
I. Notion de fusions et acquisitions	11
A. Généralités	11
B. Technique de prise de contrôle	11
C. Technique de regroupement d'entreprises	12
D. Opérations mixtes	13
II. Droit applicable aux fusions et acquisitions	14
A. Droit des contrats	14
B. Droit des sociétés	15
C. Droit boursier	15
D. Autres sources	17
E. Diversité dans l'application des sources	17
§ 2 Typologie des techniques de fusions et acquisitions	18
I. Introduction	18
II. Fusion	19
1. Continuité du patrimoine	19
2. Continuité du sociétariat	20
3. Dissolution sans liquidation	23
III. Scission aux fins de reprise	24

IV. Acquisition de patrimoine	25
A. Définition et caractéristiques	25
1. Généralités	25
2. Libre choix des actifs et passifs transférés et de la contre-prestation	26
B. Typologie	27
1. Acquisition individuelle d'actifs et passifs	27
2. Transfert de patrimoine	28
V. Acquisition d'actions	30
A. Définition et caractéristiques	30
1. Acquisition du contrôle	30
2. Libre choix de la contre-prestation	31
3. Simplicité du transfert	31
B. Typologie	32
1. Acquisition en bourse	33
2. Acquisition de blocs d'actions	33
3. Offre publique d'acquisition	34
4. Augmentations de capital	34
§ 3 L'équivalence fonctionnelle et ses limites	35
I. Disparité des techniques et équivalence fonctionnelle	35
II. Limite structurelle à l'équivalence fonctionnelle des techniques :	
l'offre publique d'acquisition hostile	37
A. Accès direct aux actionnaire : élément distinctif des acquisitions d'actions	37
B. Rôle structurel des prises de contrôle hostiles	38
C. Problématiques propres aux prises de contrôle hostiles	39
§ 4 Conclusion	39
Chapitre 2 Répartition des compétences	41
§ 1 Introduction	41
§ 2 Répartition entre le conseil d'administration et l'assemblée générale	41
I. Généralités	41
A. Système général	41
B. Absence de systématique lors des fusions et acquisitions	43
II. Règles spécifiques	43
A. Fusion	43
1. En général	43
2. Fusions simplifiées	44
B. Scission	45
III. Application des règles générales	46
A. Compétence résiduelle du conseil d'administration	46
B. Augmentation de capital	46
1. Champ d'application	46
2. Double nature de l'augmentation de capital	46
3. Application aux fusions et acquisitions	48

C. Règles de compétences jurisprudentielles	49
1. Elargissement des compétences de l'assemblée générale	49
2. Modification de fait du but social	49
3. Liquidation de fait	52
4. Liquidation partielle ?	52
D. Synthèse	53
IV. Proposition de <i>lege ferenda</i> de répartition des compétences	55
A. Droit comparé	55
1. Droit allemand	55
2. Droit anglais	57
3. Droits américains	59
B. Critique de la réglementation actuelle	61
1. Absence de systématique	61
2. Manque de flexibilité	61
3. Manque de prévisibilité	64
C. Proposition de règle de répartition des compétences	65
1. Analyse fonctionnelle de la répartition des compétences	65
2. Formes de réglementation	67
D. Synthèse	68
§ 3 Influence du conseil d'administration sur l'assemblée générale	69
I. Rôle préparatoire	70
A. Nature	70
1. Compétence légale en matière de préparation de l'assemblée générale	70
2. Pouvoir de fait du conseil d'administration sur l'assemblée générale	70
B. Opportunité	71
II. Répartition des pouvoirs de représentation	72
§ 4 Rapports entre le conseil d'administration et la direction	74
I. Introduction	74
II. Règles générales du partage des tâches	74
A. Modes de partage des tâches	74
B. Compétence du conseil d'administration en matière d'organisation	75
III. Répartition des rôles lors des fusions et acquisitions	76
A. Délégation	77
1. Généralités	77
2. Caractère inaliénable de la préparation de l'assemblée générale	77
3. Interdiction de déléguer des fusions et acquisitions	78
B. Répartition des tâches	79
1. Condition	79
2. Préparation des décisions par la direction ou par un comité	80
3. Maintien de la compétence décisionnelle	81
IV. Synthèse	81
§ 5 Conclusion	82

Chapitre 3 Devoirs généraux : diligence, fidélité et égalité de traitement

	85
§ 1 Introduction	85
§ 2 Devoir de diligence	85
I. Diligence de l'administrateur : diligence objective et professionnelle	85
II. Diligence lors de l'acceptation du mandat : qualification de l'administrateur	87
A. Qualification professionnelle	87
B. Compétences nécessaires en matière de fusions et acquisitions	89
C. Pas d'allègement de la diligence requise en faveur d'un administrateur surqualifié	89
III. Diligence dans l'activité de l'administrateur	90
A. Généralités	90
B. Diligence lors de décisions du conseil d'administration	90
1. Diligence dans le processus décisionnel ou diligence de la décision ?	90
2. Diligence lors de décisions de fusions et acquisitions	93
IV. Synthèse	97
§ 3 Devoir de fidélité	98
I. Généralités	98
II. Dimension « positive » de l'intérêt social	99
A. Intérêts protégés par l'intérêt social	99
1. Intérêt social, clé de voûte du devoir de fidélité	99
2. Absence de prise en compte explicite de l'intérêt des actionnaires	101
3. Devoir de fidélité à l'égard d'autres parties prenantes ?	105
4. Pouvoir d'appréciation dans la détermination de l'intérêt social	106
B. Recherche de l'intérêt social lors des fusions et acquisitions	108
1. L'intérêt social lors des fusions et acquisitions	108
2. Devoir de protection des actionnaires lors des fusions et acquisitions	112
C. Synthèse et hiérarchisation des intérêts en présence	116
1. Corrélation entre l'intérêt de la société et celui des actionnaires	116
2. Divergence des intérêts lors de cession de contrôle	118
III. Dimension « négative » du devoir de fidélité	119
A. Définition et risques des conflits d'intérêts	119
1. Définition	119
2. Réglementations possibles	121
B. Gestion des conflits d'intérêts par le droit des sociétés	122
1. Gestion des conflits d'intérêts en matière de représentation	123
2. Gestion des conflits d'intérêts en matière de décisions sociales	123
3. Lors de management buy-outs	126
C. Gestion des conflits d'intérêts par le droit boursier	127
1. Introduction	127
2. Directive SWX sur le Corporate Governance	127
3. Droit des offres publiques d'acquisition	128
4. Effet indirect du droit boursier	130
D. Synthèse	130

§ 4	Devoir d'égalité de traitement des actionnaires	131
	I. Fondements de l'égalité de traitement	131
	II. Égalité de traitement en droit des sociétés	132
	A. Définition	132
	1. Principe	132
	2. Nature relative de l'égalité de traitement	133
	3. Exceptions justifiées par un intérêt social prépondérant	134
	B. L'égalité de traitement lors des fusions et acquisitions	134
	1. Champ d'application de l'égalité de traitement	134
	2. Opportunités d'acquisition du patrimoine social	136
	3. Partage de la prime de contrôle ?	137
	III. Egalité de traitement en droit boursier	138
	A. Généralités	138
	B. Egalité de traitement des investisseurs	139
	C. Egalité de traitement lors d'offres publiques d'acquisition	139
	1. Par l'offrant	139
	2. Par les dirigeants de la société visée	141
	D. Offre publique d'acquisition obligatoire, garantie de l'égalité de traitement	141
	1. But de l'institution	141
	2. Obligation de présenter une offre	143
	3. Prix minimal	145
	IV. Synthèse	146
§ 5	Conclusion	147

Chapitre 4 Devoirs du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions amicales

§ 1	Introduction	149
	I. Problèmes propres aux fusions et acquisitions amicales	149
	II. Liens avec les devoirs généraux	149
§ 2	Obligation de vendre la société au plus offrant ?	150
	I. En droit américain	151
	A. « <i>Revlon duties</i> » en droit du Delaware	151
	B. Application de la <i>business judgment rule</i> par les Principles of Corporate Governance	152
	II. En droit suisse	153
	A. Pouvoir d'appréciation du conseil d'administration	153
	1. En général	153
	2. En matière d'évaluation	155
	B. Droit suisse des fusions	156
	C. Droit suisse des offres publiques d'acquisition	157
	1. Problèmes lors des offres publiques d'acquisition	157
	2. Création d'un environnement favorable aux enchères par le droit des offres publiques d'acquisition	158
	3. Absence de devoir de favoriser les enchères	159
	D. Synthèse	161

§ 3	Respect de la liberté de choix des actionnaires	162
	A. Généralités	162
	B. Mesures de protection d'accord	162
	1. Définition et typologies de mesures de protection d'accord	162
	2. Avantages des clauses de protection d'accord	164
	3. Désavantages des clauses de protection d'accord	164
	C. Traitement des clauses de protection d'accord en droit comparé	165
	1. Principles of Corporate Governance de l'American Law Institute	165
	2. Droit du Delaware	166
	3. Droit anglais	169
	D. Liberté de choix des actionnaires comme principe général du droit des sociétés	171
	E. Liberté de choix lors des offres publiques d'acquisition	174
	1. Principe	174
	2. Égalité de traitement des offrants, garantie du libre choix des actionnaires	174
	3. Inégalités admissibles	175
	4. Application en matière d'information des offrants	176
	F. Synthèse	177
§ 4	Devoirs précontractuels du conseil d'administration	178
	I. Négociation précontractuelle	178
	II. Devoirs précontractuels	179
	A. En général	179
	B. Dans le droit des offres publiques d'acquisition	183
	III. Devoirs précontractuels comme limites des devoirs à l'égard de la société ?	183
§ 5	Conclusion	185
Chapitre 5 Opposition aux acquisitions : les mesures de défense		187
§ 1	Introduction	187
	I. Mesures de défense comme moyen de s'opposer à une prise de contrôle	187
	II. Contrôle du marché ou confiance en l'administration en place	189
	A. Présentation de la problématique	189
	1. Application du pouvoir d'appréciation lors d'offres hostiles ?	189
	2. Rôle structurel des offres hostiles	189
	3. Conflit d'intérêts lié au rôle structurel	190
	B. Efficacité du rôle structurel des offres publiques d'acquisition	191
	1. Efficacité du marché du contrôle social	191
	2. Efficacité du choix des actionnaires	192
§ 2	Solutions en droit comparé	193
	I. Liberté de principe du conseil d'administration	193
	A. Droit du Delaware	193
	1. Compétences et rôle du conseil d'administration	193
	2. Libre exercice du droit de vote, limites des mesures de défense	196
	B. Droit allemand	197

II. Devoir de neutralité	200
A. Droit anglais	200
B. Proposition de directive européenne sur les offres publiques d'acquisition	201
1. Interdiction des mesures de défense	201
2. Neutralisation des restrictions au droit de vote	203
§ 3 Traitement des mesures de défense en droit suisse	206
I. Systématique de l'approche suisse	206
II. Compétence en matière de mesures de défense	207
A. Répartition générale des compétences selon le code des obligations	207
B. Compétence du conseil d'administration en matière de lock-up et de vente des bijoux de la couronne	210
1. Généralités	210
2. Le cas <i>Holvis</i> : compétence d'urgence du conseil d'administration ?	211
3. Synthèse	215
C. Compétence du conseil d'administration selon la loi sur les bourses	215
1. Comblement de la lacune du système général par la loi sur les bourses	215
2. Mesures de défense visées par l'article 29 al. 2 LBVM	216
3. Mesures de défense autorisées pendant l'offre	220
4. Possibilité de prendre des mesures de défense avant l'offre	221
D. Compétence de l'assemblée générale selon la loi sur les bourses	222
1. Liberté de décision de l'assemblée générale	222
2. Elargissement de la compétence de l'assemblée générale	223
3. Autorisation générale de prendre des mesures de défense à l'avance	223
III. Devoirs des administrateurs applicables aux mesures de défense	226
A. Généralités	226
B. Mesures de défense inadmissibles	226
C. Conformité des mesures de défense à l'intérêt social	227
D. Mesures de défense et <i>business judgment rule</i>	229
E. Respect de l'égalité de traitement	230
1. Principe	230
2. Exceptions à l'égalité de traitement pour les mesures de défense	232
IV. Synthèse	233
Chapitre 6 Devoirs d'information	237
§ 1 Introduction	237
I. Fonction de l'information	237
II. Fondement légal de l'information	238
III. Rôle du conseil d'administration dans le système d'information	240
§ 2 Devoirs d'information spontanée	241
I. Généralités	241
II. Information générale	241
A. Rapports périodiques	242
1. En droit des sociétés	242
2. En droit boursier	244

B. Publicité événementielle	245
1. But et application aux opérations de fusions et acquisitions	245
2. Naissance de l'obligation d'annoncer les fusions et acquisitions	246
3. Possibilité de retarder l'annonce	251
4. Communication au public	253
III. Information préalable aux décisions à l'assemblée générale	254
A. Information générale	254
1. Absence d'exigence légale expresse d'information préalable	254
2. Devoir d'information préalable à la prise de décision	254
B. Information en cas de fusion ou de scission	258
IV. Information lors d'offre publique d'acquisition	260
A. Information des investisseurs par le prospectus d'offre	260
B. Rapport du conseil d'administration	262
1. Introduction	262
2. Compétence de préparer le rapport et assistance externe	262
3. Devoir d'informer par le rapport	263
4. Devoir de prendre position	267
5. Destinataires du rapport et forme de la publication	270
C. Lien avec l'obligation de publicité événementielle	271
V. Synthèse	272
§ 3 Information volontaire : <i>investor relations</i>	273
I. Importance des <i>investor relations</i>	273
II. Cadre juridique des <i>investor relations</i>	275
A. Application des règles générales	275
B. Egalité de traitement des actionnaires	275
1. Principe	275
2. Informations supplémentaires à un acquéreur potentiel	277
C. Exigences du droit boursier	277
1. Généralités	277
2. Interdiction des manipulations de cours	278
3. Publicité événementielle	278
4. Interdiction des opérations d'initiés	278
III. Informations supplémentaires lors d'offres publiques d'acquisition	279
§ 4 Information sur demande	280
§ 5 Limite générale du devoir d'information : le secret des affaires	283
I. Notion	283
II. Secret des affaires lors des fusions et acquisitions	284
III. Corollaires du secret : obligation de confidentialité et interdiction du délit d'initié	285
A. Obligation de confidentialité	285
1. Principe	285
2. Devoir de prendre des mesures pour garantir la confidentialité	286

B. Interdiction des opérations d'initiés	286
1. Fondements	286
2. En droit pénal	288
3. En droit de la surveillance boursière	289
4. En droit privé	290
§ 6 Conclusion	292
Chapitre 7 Voies de droit	295
§ 1 Introduction	295
I. Aperçu des différentes voies de droit	295
II. Manque d'effectivité des voies de droit privé et alternatives	296
§ 2 Contestation des fusions et acquisitions	296
I. En général	296
II. Contestation de la décision sociale	296
A. Annulation de la décision de l'assemblée générale	297
1. Conditions de l'action	297
2. Interdiction de réformer les décisions de l'assemblée générale	301
3. Délai pour remédier aux vices réparables	302
4. Mise en œuvre et mesures provisionnelles	303
B. Action en évaluation des parts sociales	305
1. Objet de l'action	305
2. Limite de l'action : paiement d'une soulte	306
3. Absence d'action en cas de transfert de patrimoine	307
C. Absence d'action contre des décisions du conseil d'administration	307
1. En général	307
2. Annulation selon la loi sur la fusion	308
III. Contestation du contrat	309
A. Excès et abus de pouvoir	309
B. Annulation du contrat	310
1. Vices de volonté	310
2. Droit de retrait en cas d'offre publique d'acquisition illicite	312
C. Action en restitution des prestations indues	313
§ 3 Responsabilité des administrateurs	315
I. Généralités	315
II. Droit des sociétés	316
A. Action en réparation du dommage direct ou du dommage indirect	316
1. Fondement de la distinction	316
2. Evolution de la jurisprudence	316
3. Critique de la jurisprudence	317
B. Violation des devoirs du conseil d'administration	319
1. En général	319
2. Violation des devoirs lors de négociations	320
3. Violation des devoirs d'information	320
4. Violation des règles sur la fusion	321

III. Droit boursier	322
A. Différences entre les devoirs du droit boursier	322
B. Violation des devoirs de la société visée	323
C. Violation des devoirs de l'offrant	323
D. Violation des devoirs de transparence	324
§ 4 Voies de droit administratif	326
I. Introduction	326
II. Registre du commerce	326
III. Commission des OPA et Commission fédérale des banques	327
IV. Instances d'autorégulation	328
§ 5 Conclusion	329
Conclusion générale	331
§ 1 Droit éclaté et lacunaire	331
§ 2 Absence de système de répartition des compétences	332
§ 3 Systématique grâce aux devoirs généraux	333
§ 4 Rôle croissant du droit boursier	334
§ 5 Redéfinition systématique du rôle du conseil d'administration	335
Summary	336
Bibliographie	341
Lois, ordonnances et directives	365
Autres sources officielles (code de bonne conduite, lois modèles, projets de loi, rapports, etc.)	369
Arrêts, décisions et recommandations cités	373
Table des abréviations	383
Table des matières	387



Publications du Centre de droit bancaire et financier, Genève
parues chez Schulthess Médias Juridiques, Genève · Zurich · Bâle

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.): *Journée 2003 de droit bancaire et financier* (2004). Avec des contributions de Christian Bovet, Claude Bretton-Chevallier, Jean-Claude Dufournet, Xavier Favre-Bulle, Bénédic Foëx, Daniel Girsberger, Florence Guillaume, Jacques Iffland et Luc Thévenoz.

BF Blanchiment: Réglementation et autoréglementation de la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme en Suisse. Publié par Luc THÉVENOZ & URS ZULAUF, 2004.

Publications du Centre d'études juridiques européennes, Genève
parues chez Schulthess Médias Juridiques, Genève · Zurich · Bâle

DANIEL KRAUS: *Les importations parallèles de produits brevetés* (2004).

JULIA XOUDIS: *Les accords de distribution au regard du droit de la concurrence* (2002).

CLAUDE BRETTON-CHEVALLIER: *Le gérant de fortune indépendant: Rapports avec le client, la banque dépositaire, obligations et responsabilités* (2002).

LUC THÉVENOZ: *Trusts en Suisse: adhésion à la Convention de La Haye sur les trusts et codification de la fiducie – Trusts in Switzerland: ratification of the Hague Convention on trusts and codification of fiduciary transfers* (2001).

CHRISTINE CHAPPUIS & BÉNÉDICT WINIGER (éd.): *La responsabilité fondée sur la confiance – Vertrauenshaftung* (2001). [Journée de la responsabilité civile 2001].

VINCENT JEANNERET (éd.): *Aspects juridiques du commerce électronique* (2001). [Séminaires de l'Association genevoise de droit des affaires].

CHRISTINE CHAPPUIS, HENRY PETER & ANDREAS VON PLANTA: *Responsabilité de l'actionnaire majoritaire* (2000). [Séminaires de l'Association genevoise de droit des affaires].

CHRISTIAN BOVET (éd.): *Libéralisation des télécommunications: concentrations d'entreprises* (1999). [Journée du droit de la concurrence 1998].

LUC THÉVENOZ & MARCEL FONTAINE (éd.): *La monnaie unique et les pays tiers – The euro and non-participating countries* (1999). [Colloque international].

VINCENT JEANNERET (éd.): *Le séquestre selon la nouvelle LP* (1997).

GÉRARD HERTIG (éd.): *Le fonctionnement des sociétés et le respect des règles (colloque Alain Hirsch) – Die Führung der Gesellschaften und die Einhaltung der Regeln (Kolloquium Alain Hirsch)* (1996).

MARTIN ANDERSON & THIERRY HERTIG: *Institutional investors in Switzerland: their behavior and influence on financial markets and public companies* (1992, épuisé).

ANNETTE ALTHAUS: *Die Lex Friedrich im Lichte der EG*. JULIA XOUDIS: *La demeure de débiteur de l'acheteur ayant conclu un contrat de vente internationale* (1992).

GÉRARD HERTIG & MARINA HERTIG-PELLI (éd.): *L'avant-projet de loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (colloque) – Vorentwurf eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Kolloquium)* (1992).

OLIVER GUILLOD (éd.): *Développements récents du droit de la responsabilité civile (colloque) – Neuere Entwicklungen im Haftpflichtrecht (Kolloquium)* (1991, épuisé).

LUC THÉVENOZ: *Error and fraud in wholesale funds transfers: U.C.C. article 4A and the UNCITRAL harmonization process* (1990).

XAVIER OBERSON: *Issues in the tax treatment of international interest rate and currency swap transactions: an analysis of the tax treatment of interest rate and currency swap transactions in the United States, Switzerland and under the OECD model* (1990).

ANNE-CATHERINE IMHOFF-SCHEIER & PAOLO MICHELE PATOCCHI: *Torts and unjust enrichment in the new Swiss conflict of laws – L'acte illicite et l'enrichissement illégitime dans le nouveau droit international privé suisse* (1990).

BERND STAUDER (éd.): *Liberalization and regulatory reform in the field of banking services in Europe: the Swiss consumer's point of view (symposium) – Libéralisation des services financiers bancaires en Europe: le point de vue du consommateur suisse (colloque)* (1989).

Journées de droit bancaire et financier

parues chez Staempfli Editions SA, Berne

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.): *Journée 2002 de droit bancaire et financier* (2003). Avec des contributions de Giorgio Behr, Christian Bovet, Nicolas Jandin, Henry Peter, François Rayroux, Luc Thévenoz et Daniel Zuberbühler.

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.): *Journée 2001 de droit bancaire et financier* (2002). Avec des contributions de Christian Bovet, Louis Gaillard, Nicolas de Gottrau, Olivier Hermand, Jacques Malherbe, Xavier Oberson, Marc Siegel, Luc Thévenoz et Urs Zulauf.

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.): *Journée 2000 de droit bancaire et financier* (2001). Avec des contributions de Christian Bovet, Jacques Iffland, Catherine Kessedjian, Luc Thévenoz, Gilles Thieffry, Henri Torrione, Rita Trigo Trindade et Jean-Baptiste Zufferey.

LUC THÉVENOZ & CHRISTIAN BOVET (éd.): *Journée 1999 de droit bancaire et financier* (2000). Avec des contributions de Rashid Bahar, Christian Bovet, Claude Bretton-Chevallier, Hans Caspar von der Crone, Daniel Guggenheim, Maurice Harari, Jacques Iffland, Sylvain Matthey, Nicolas Merlino, Peter Nobel, Xavier Oberson et Henry Peter.

LUC THÉVENOZ (éd.): *Journée 1997 de droit bancaire et financier* (1997). Avec des contributions de André Cuendet, Marco Franchetti, Anne Héritier Lachat, Jacques Iffland, Claude-Alain Margelisch, Xavier Oberson, Shelby du Pasquier, Riccardo Sansonetti et Blanche Sousi.

LUC THÉVENOZ (éd.): *Journée 1996 de droit bancaire et financier* (1996). Avec des contributions de Alessandro Bizzozero, Christine Chappuis, Alain Hirsch, Alain B. Lévy, Patrizio Merciai, Andreas von Planta, Luc Thévenoz et Jean-Baptiste Zufferey.

LUC THÉVENOZ (éd.): *Journée 1995 de droit bancaire et financier* (1995). Avec des contributions de Daniel Guggenheim, Alain Hirsch, Gabrielle Kaufmann-Kohler, Sylvain Matthey, Xavier Oberson, Renate Pfister-Liechti, Bernhard Sträuli, Luc Thévenoz et Urs Zulauf.

LUC THÉVENOZ (éd.): *Journée 1994 de droit bancaire et financier* (1994). Avec des contributions de Richard Barbey, Ursula Cassani, Maurice Harari, Xavier Oberson, Urs Philipp Roth, Claudia Spiess et Luc Thévenoz.