



Livre

2024

Published version

Open Access

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

L'inégalité de traitement au sein des sociétés cotées : constitution, maintien et transfert du contrôle par le droit de vote

Samb, Lukaz Lamine

How to cite

SAMB, Lukaz Lamine. L'inégalité de traitement au sein des sociétés cotées : constitution, maintien et transfert du contrôle par le droit de vote. Genève : Schulthess, 2024. (Publications du Centre de droit bancaire et financier)

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:175550>

L'inégalité de traitement au sein des sociétés cotées

Constitution, maintien et transfert du contrôle par le droit de vote

L'inégalité de traitement au sein des sociétés cotées

Constitution, maintien et
transfert du contrôle par le droit
de vote

Lukaz Samb

Citation suggérée : LUKAZ SAMB, *L'inégalité de traitement au sein des sociétés cotées – Constitution, maintien et transfert du contrôle par le droit de vote*, Publications du Centre de droit bancaire et financier, Genève/Zurich 2024, Schulthess Éditions Romandes

ISBN 978-3-7255-8988-3

© Schulthess Médias Juridiques SA, Genève · Zurich 2024
www.schulthess.com

Diffusion en France : LEXTENSO – La Grande Arche – Paroi Nord
1, Parvis de La Défense – 92044 Paris – La Défense
www.lextenso-editions.com

Diffusion et distribution en Belgique et au Luxembourg : Patrimoine SPRL,
Avenue Milcamps 119, B-1030 Bruxelles; téléphone et télécopieur: +32 (0)2 736 68 47;
courriel: patrimoine@telenet.be

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.

Information bibliographique de la Deutsche Nationalbibliothek: la Deutsche Nationalbibliothek a répertorié cette publication dans la Deutsche Nationalbibliografie; les données bibliographiques détaillées peuvent être consultées sur Internet à l'adresse <http://dnb.d-nb.de>.

REMERCIEMENTS

Peu de gens (désormais plus) savent que cette thèse n'aurait jamais vu le jour si la Prof. Aline Darbellay ne m'avait pas trouvé sur les bancs de l'Université pour me proposer de rédiger une thèse à ses côtés. Ces dernières années sous sa supervision resteront à jamais inoubliables. Pour cette raison, mes remerciements vont tout d'abord à ma co-directrice de thèse.

J'ai également pu côtoyer, assister et surtout apprendre aux côtés d'un autre Professeur qui suscite en moi la plus grande admiration. Prenant toujours le temps de m'écouter, de me conseiller et de me soutenir, je ne peux que remercier mon co-directeur de thèse, le Prof. Rashid Bahar.

Mes remerciements vont encore au Prof. Luc Thévenoz, président du jury, pour ses remarques durant ma soutenance et ses conseils dans les derniers moments de rédaction de cette thèse. Plus encore, pour avoir accepté cette contribution dans la collection qu'il dirige. La Prof. Isabelle Chabloz, jurée externe, est aussi chaleureusement remerciée pour toutes ses remarques constructives et son temps.

Une pensée particulière va au Prof. Benoît Chappuis. Au-delà d'être une inspiration, il a été la personne ayant trouvé les bons mots pour me convaincre de rédiger une thèse de doctorat, lorsque l'occasion s'est présentée.

Ces années de thèse n'auraient jamais été possibles sans le soutien sans faille et inconditionnel de mes amis. Plus particulièrement Andrea, Charles, Julien, Leo et Stanley pour la relecture de cet ouvrage.

Cette expérience n'aurait pas été autant savoureuse sans mes collègues du 4^e et du 5^e étages : Ivan, Joao, Maude, Célian, Teymour, Sara, Noémie et tant d'autres, mais aussi celle qui a toujours réussi à me faire sourire, Patricia.

Un paragraphe est beaucoup trop court pour toi, Leïla, qui as partagé et partages mon quotidien. Pour ta tendresse et ta patience, je ne peux que te remercier.

Je tiens également à remercier toute ma famille et plus particulièrement ma sœur Cécile-Diama, mes frères Yatma, Junior, Lev, Latyr et Nar et mon père, Badara.

Le lecteur l'aura compris, ces remerciements seront clôturés par la personne qui a toujours été à mes côtés, de ma naissance jusqu'à ce jour. Elle est à

la fois ma plus grande inspiration et mon plus grand soutien. Jamais sans elle je n'aurais pu me retrouver à écrire ces quelques lignes. Mes derniers remerciements vont à ma mère, Marie-Emmanuelle, à qui je dédie cet ouvrage.

Genève, le 25 juillet 2023

Lukaz Samb

La jurisprudence et la doctrine ont été prises en compte jusqu'au 1^{er} juillet 2023.

SOMMAIRE

REMERCIEMENTS	V
TABLE DES MATIÈRES	IX
CHAPITRE 1: INTRODUCTION	1
1. Problématique	1
2. Cadre de l'analyse	6
3. Plan	8
CHAPITRE 2: LA NOTION DE CONTRÔLE	13
1. Définition du contrôle	13
2. Les interprétations téléologiques de la notion de contrôle	16
3. Conclusion intermédiaire	52
CHAPITRE 3: LES ACTIONS À DROIT DE VOTE PRIVILÉGIÉ ET LES BONS DE PARTICIPATION	55
1. Introduction	55
2. Les actions à droit de vote privilégié	62
3. Les bons de participation	105
4. Conclusion intermédiaire	116
CHAPITRE 4: LES CLAUSES D'AGRÉMENT ET DE PLAFONNEMENT DU DROIT DE VOTE	121
1. Introduction	121
2. La restriction à la transmissibilité des actions	123
3. Le plafonnement du droit de vote	161
4. Conclusion intermédiaire	172

CHAPITRE 5: LA PRIME DE CONTRÔLE	175
1. Introduction	175
2. Les offres publiques d'acquisition et l' <i>opting-out</i>	179
3. Réflexions sur les primes de contrôle	189
4. Conclusion intermédiaire	216
CHAPITRE 6: CONCLUSION	221
ANNEXE	229
DONNÉES RELATIVES AUX SOCIÉTÉS COTÉES EN SUISSE ET À LEUR CONTRÔLE	231
BIBLIOGRAPHIE	235
TABLE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS	269

TABLE DES MATIÈRES

REMERCIEMENTS	V
SOMMAIRE	VII
 CHAPITRE 1: INTRODUCTION	 1
1. Problématique	1
2. Cadre de l'analyse	6
3. Plan	8
 CHAPITRE 2: LA NOTION DE CONTRÔLE	 13
1. Définition du contrôle	13
2. Les interprétations téléologiques de la notion de contrôle	16
I. En droit comptable – la consolidation des comptes	16
1. Considérations théoriques	17
1.1 Majorité des voix	19
1.2 Désignation et révocation de membres de l'organe supérieur de direction et d'administration	22
1.3 Le critère de l'influence dominante	23
2. Deux approches pratiques de la notion de contrôle	25
2.1 L'approche en cascade	27
2.2 L'approche « alternative »	30
II. En droit fiscal – les restructurations intragroupes et la taxe sur la valeur ajoutée	31
1. En matière d'impôts directs – les restructurations intragroupes	32
2. En matière d'impôts indirects – la taxe sur la valeur ajoutée	33
III. En droit de la concurrence	34
1. La détention d'une participation au capital	35
1.1 Les participations majoritaires et minoritaires	37
1.2 Les droits d'options	38
2. Autres critères de concentration	39
IV. En droit boursier	40
1. Constats préalables sur le marché suisse	42
2. Les conditions d'application de l'art. 135 LIMF	46
2.1 Dépassement du seuil	46

2.2	Acquisitions active et passive	48
2.3	Acquisitions directe et indirecte	48
2.4	Absence d'exceptions	50
3.	Conclusion intermédiaire	52
 CHAPITRE 3: LES ACTIONS À DROIT DE VOTE PRIVILÉGIÉ ET LES BONS DE PARTICIPATION		55
1.	Introduction	55
2.	Les actions à droit de vote privilégié	62
I.	Les conditions d'introduction	64
1.	Des actions nominatives	64
2.	Une libération intégrale	65
3.	Limitation de l'effet de levier	66
4.	L'approbation par l'assemblée générale	67
II.	L'étendue et la suppression du privilège	69
1.	L'étendue du privilège	69
2.	La suppression du privilège	73
III.	Le débat dans la pratique	78
1.	Des avis diamétralement opposés	78
2.	Les trois grandes critiques	81
2.1	Une diminution de la valeur boursière	81
2.2	Une entrave aux prises de contrôle	85
2.3	Une augmentation des coûts d'agence	87
2.4	Synthèse	89
IV.	De lege ferenda	90
1.	Introduction	90
2.	Les clauses crépusculaires	92
2.1	Les obstacles de lege lata	95
2.2	De lege ferenda	96
3.	Les actions de loyauté	97
3.1	Le principe	98
3.2	L'inadmissibilité en droit suisse	99
3.3	Les avantages et les inconvénients	100
3.	Les bons de participation	105
I.	Le régime applicable	106
1.	Une base statutaire	106
2.	La limitation par rapport au capital-actions	108
3.	L'approbation par l'assemblée générale	109

4. La communauté de destin	110
II. L'utilité pratique des bons de participation	111
1. Les bons de participation et le débat sur le contrôle	112
2. L'attractivité des bons de participation sur les marchés de capitaux ...	114
4. Conclusion intermédiaire	116

CHAPITRE 4 : LES CLAUSES D'AGRÉMENT ET DE PLAFONNEMENT DU DROIT DE VOTE 121

1. Introduction	121
2. La restriction à la transmissibilité des actions	123
I. Généralités	123
II. Le régime applicable	125
1. Les conditions d'introduction	125
1.1 Une base statutaire	125
1.2 Les acquisitions ordinaires et particulières	127
1.3 Les acquisitions individuelles et de concert	127
2. La restriction visant des actions non cotées	128
2.1 Le refus pour justes motifs	130
a Le but social	131
b L'indépendance économique	132
c Le cercle familial	135
2.2 La clause échappatoire	138
3. La restriction visant des actions cotées	142
3.1 La clause de pourcentage	145
3.2 L'inégalité de traitement dans une même classe d'actions	146
a Les critères objectifs de distinction	146
b Le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration	148
III. La portée des clauses de pourcentage et l'aliénation indirecte des actions	150
1. Aperçu théorique des problématiques	151
2. Considérations post-Sika	153
2.1 La portée des clauses de pourcentage	155
2.2 L'aliénation indirecte des actions	157
3. Le plafonnement du droit de vote	161
I. Généralités	161
II. Le traitement inégal des actionnaires	164
1. Les exceptions fondées sur des critères objectifs	167
2. Le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration	170
4. Conclusion intermédiaire	172

CHAPITRE 5: LA PRIME DE CONTRÔLE	175
1. Introduction	175
2. Les offres publiques d'acquisition et l' <i>opting-out</i>	179
I. L'offre obligatoire et l'offre volontaire de prise de contrôle	179
II. L' <i>opting-out</i>	182
1. Conditions d'introduction	183
1.1 L' <i>opting-out</i> initial ou ultérieur	183
1.2 L' <i>opting-out</i> général ou sélectif	186
2. Effets sur la détermination du prix de l'offre	187
3. Réflexions sur les primes de contrôle	189
I. La structure actionnariale	189
1. L'actionnariat dispersé	193
2. L'actionnariat concentré	194
2.1 La définition du contrôle de lege lata	195
2.2 Les caractéristiques du contrôle	196
3. Répartition des structures actionnariales sur le marché suisse	200
4. Admissibilité du versement de la prime de contrôle selon la structure actionnariale	201
4.1 Les actionnariats entièrement ou partiellement dispersés	201
4.2 Les actionnariats concentrés	202
II. La prime de contrôle face à l'égalité de traitement	207
1. L'égalité de traitement vis-à-vis du prix de l'offre	207
2. La prime de contrôle et la prime d'acquisition	210
4. Conclusion intermédiaire	216
 CHAPITRE 6: CONCLUSION	 221

ANNEXE	229
DONNÉES RELATIVES AUX SOCIÉTÉS COTÉES EN SUISSE ET À LEUR CONTRÔLE	231
Tableau 1: Actionnaires de contrôle, concentration et rivalité au sein de l'actionnariat des sociétés cotées suisses	231
Tableau 2: Recensement des mesures permettant un traitement différencié au sein des sociétés cotées suisses	231
Tableau 3: Répartition entre 2011 et 2020 des offres publiques d'acquisition accomplies selon la structure du droit de vote	232
Tableau 4: Répartition des clauses d'agrément et de plafonnement du droit de vote selon la structure actionnariale (SIX)	232
Tableau 5: Répartition des clauses d'agrément en pour cent selon la présence d'exemptions actives (SIX)	233
Tableau 6: Recensement des clauses d'opting-out au sein des sociétés cotées suisses	233
Tableau 7: Répartition des clauses d'opting-out selon la structure actionnariale (SIX)	233
Tableau 8: Conséquence de l'effet de levier sur la majorité absolue	234
BIBLIOGRAPHIE	235
Doctrine	235
Sources officielles	265
Sources d'autorités suisses	265
Sources d'autorités étrangères	266
Sources institutionnelles	267
TABLE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS	269

CHAPITRE 1 :

INTRODUCTION

1. Problématique

Dans leur ouvrage datant de 1991, FRANK EASTERBROOK et DANIEL 1
FISCHEL résument la problématique de l'égalité de traitement au sein des sociétés de capitaux en ces mots :

« Many scholars, though few courts, conclude that one aspect of fiduciary duty is the equal treatment of investors. Their argument takes the following form: fiduciary principles require fair conduct; equal treatment is fair conduct; hence, fiduciary principles require equal treatment. The conclusion does not follow. The argument depends on an equivalence between equal and fair treatment. To say that fiduciary principles require equal treatment is to beg the question whether investors would contract for equal or even equivalent treatment »¹.

EASTERBROOK/FISCHEL établissent une distinction entre ce qui est égal 2
(*equal*) et ce qui est juste (*fair*), sans pour autant associer nécessairement l'un à l'autre. Cette réflexion, qui porte sur la relation de fiducie entre dirigeants et actionnaires, est reprise par Cox dans le cadre de ses recherches sur les relations entre les actionnaires. Celui-ci fait état d'une relation dans laquelle un actionnaire au contrôle ne considère pas les actionnaires minoritaires comme ses égaux². Ce déséquilibre, qui mène à des traitements différenciés entre les actionnaires et qui contrevient à l'égalité, n'est toutefois pas forcément perçu comme injuste. Ceci survient notamment lorsqu'un tel traitement est opéré dans l'intérêt de la société³.

Plus de trente ans se sont écoulés depuis la publication de cette citation. 3
Pourtant, le débat sur l'égalité de traitement n'est toujours pas résolu, tant des traitements différents, parfois insoutenables, parfois incompris, demeurent. Encore récemment, dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme de 2020, l'égalité de traitement fut avancée afin de justifier

1 EASTERBROOK/FISCHEL, p. 110.

2 COX, p. 616.

3 COX, p. 616.

diverses propositions de modifications législatives⁴. Cet emploi moderne de la notion tend à regarder toute différenciation d'un œil critique.

- 4 En ce sens, notre ordre juridique s'efforce de faire la part des choses. L'art. 8 Cst. reconnaît que « tous les êtres humains sont égaux devant la loi ». Ce principe général s'impose au législateur et aux organes d'application du droit afin que les assujettis soient protégés aussi bien au sein de la réglementation que dans son application⁵. Le postulat de base revient donc à admettre que les assujettis sont en principe protégés face à un traitement inégal.
- 5 Néanmoins, selon le Tribunal fédéral, une inégalité de traitement est retenue lorsque des distinctions juridiques qui ne se justifient par aucun motif raisonnable au regard de la situation de fait à réglementer sont opérées ou que des distinctions qui s'imposent au vu des circonstances ne sont pas effectuées⁶. Cette interprétation nous rappelle un adage que tout juriste a déjà entendu : « il faut traiter ce qui est semblable de manière identique et ce qui est dissemblable de manière différente »⁷. En cela, notre Haute Cour souligne que l'égalité de traitement n'est en réalité pas forcément un absolu. Des traitements différenciés peuvent ainsi être opérés sans pour autant contrevenir à ce principe.
- 6 Le droit de la société anonyme et le droit boursier reprennent cette conception de l'égalité de traitement afin de légiférer sur les relations entre la société et les actionnaires, d'une part, et entre les actionnaires ou investisseurs, d'autre part⁸.
- 7 Le droit de la société anonyme, dans la relation entre la société et les actionnaires, connaît deux applications de la notion d'égalité de traitement. La première est qualifiée d'« égalité de traitement absolue ». Selon sa définition,

4 Voir par exemple, lors de la consultation sur le projet de modification du droit de la société anonyme de 2016, ETHOS (consultation), p. 8, qui soutenait une suppression des actions à droit de vote privilégié qui « remet[tent] en cause le principe de l'égalité de traitement entre actionnaires ». Voir également zCAPITAL (consultation), p. 3, qui, également pour assurer une égalité de traitement des actionnaires dans l'exercice du droit de vote, soutenait une abolition des actions à droit de vote privilégié et des restrictions à la transmissibilité des actions.

5 AUER/MALINVERNI/HOTTELIER, n° 1027.

6 ATF 142 V 316, c. 6.1.1.

7 Voir par exemple l'ATF 140 I 201, c. 6.5.1, qui reprend cet adage par la négative.

8 Voir notamment les art. 717 al. 2 et 706 al. 2 ch. 3 CO et l'art. 1 al. 2 LIMF ainsi que l'une de ses concrétisations, retrouvée à l'art. 135 al. 2 LIMF.

les actionnaires, en cette qualité, se voient réserver un traitement unique sans qu'il soit permis de prévoir des exceptions⁹. Cette égalité de traitement prévaut lorsque l'enjeu relève du statut même d'actionnaire¹⁰. Dans ce cas, la société ne peut pas traiter différemment les actionnaires¹¹. Il s'agira, pour ne citer que quelques exemples, du droit de participer à l'assemblée générale¹², de contester une décision de l'assemblée générale¹³, d'intenter une action en responsabilité¹⁴ ou encore, dans une certaine mesure, du droit aux renseignements¹⁵. Ces droits visent essentiellement la capacité de l'actionnaire à surveiller et, au besoin, à requérir une sanction à l'encontre d'un organe qui aurait commis une faute.

Le second cas d'application est qualifié d'« égalité de traitement relative ». 8
Consacrée à l'art. 717 al. 2 CO, cette norme prévoit que « [les membres du conseil d'administration] doivent traiter de la même manière les actionnaires qui se trouvent dans la même situation »¹⁶. Ici, il est seulement question de traiter de manière identique les actionnaires qui se trouvent dans une même situation. Contrairement à l'égalité de traitement absolue qui vise la qualité d'actionnaire, l'égalité relative vise les actions émises¹⁷. Ainsi, pour reprendre les mots de BAHAR, « [chaque action] bénéficie des mêmes prérogatives, sous réserve d'exceptions prévues dans les statuts »¹⁸. De cette conception découlent, par exemple, l'exercice de certains droits des actionnaires en fonction du nombre de droits de vote ou de valeurs nominales détenues et la possibilité de prévoir différentes catégories d'actions¹⁹. Enfin, lorsque le contexte relève d'une égalité de traitement relative, une atteinte à cette égalité peut, cette fois-ci, être opérée à la condition qu'elle soit fondée sur des critères objectifs et uniformes afin d'atteindre un but légitime²⁰.

9 DUVOISIN, p. 362.

10 MUSTAKI/ALBERINI, p. 98.

11 BAHAR, p. 133.

12 Art. 689 al. 1 CO.

13 Art. 706 al. 1 CO.

14 Art. 756 CO.

15 Art. 697 al. 1 CO.

16 Art. 717 al. 2 CO.

17 BAHAR, p. 133; MUSTAKI/ALBERINI, p. 98; CR CO II-PETER/CAVADINI, ad art. 717 al. 2 CO.

18 BAHAR, p. 133.

19 Voir notamment les art. 636, 697a, 699 al. 3, 699b al. 1 et 693 al. 1 CO.

20 BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, ad art. 717 OR, n° 23; BESSON, n° 840; CHENAUX/ROCHAT, p. 50.

Ainsi, dans certains cas particuliers, dans une même catégorie d'actions, les actionnaires pourront être traités différemment lorsque l'intérêt de la société le requiert²¹.

- 9 Le caractère capitaliste reconnu à la société anonyme ne facilite pas toujours cet exercice. Un traitement différencié entre des actionnaires, dont le rôle est généralement perçu comme limité à celui d'un bailleur de fonds²², est en effet parfois difficilement acceptable. Dans les sociétés anonymes privées, les actionnaires, en plus d'être des bailleurs de fonds, participent généralement aussi à la gestion de la société en qualité de membre du conseil d'administration ou de la direction. Cette contribution supplémentaire des actionnaires qui apporte un caractère « personneliste » rend plus facilement acceptable d'opérer des distinctions entre les actionnaires en fonction de leur rôle et de leur participation dans la gestion.
- 10 Il en est autrement pour les sociétés cotées, dont les structures actionnariale et décisionnelle sont naturellement plus observées par le grand public. Ceci est principalement dû à des raisons quantitatives. En Suisse, bien qu'elles ne soient pas nombreuses, les sociétés cotées représentaient, en 2013, 18 % du PIB suisse, 37 % des impôts payés par les entreprises et employaient l'équivalent de 335 000 personnes à plein temps²³. Ces afflux humains et financiers acheminés vers ces sociétés attirent naturellement l'intérêt du public, en particulier concernant l'utilisation et la gestion de ces afflux.
- 11 Étant donné l'ouverture de leur actionnariat au grand public, les sociétés cotées comptent un nombre plus élevé d'actionnaires individuels. Ces derniers, pour la plupart, occupent une position de bailleurs de fonds sans prendre une part active dans la prise de décisions. Ils représentent ce qui sera qualifié d'« actionnaires ordinaires » au sein de cette contribution. Ce sont, par ailleurs, ces actionnaires qui sont les plus nombreux face aux fondateurs, aux groupements familiaux et aux actionnaires importants qui demeurent un cercle restreint. Il est intéressant de se demander dans quelle

21 Voir à ce sujet CR CO II-PETER/CAVADINI, ad art. 717 CO, n° 20, qui mentionnent l'exemple de l'art. 692 al. 2 CO, à savoir les clauses de plafonnement du droit de vote, dans quel cas le droit de vote d'un actionnaire peut être limité à un montant déterminé. Voir également ATF 117 II 290, c. 6; ATF 91 II 298, c. 3; ATF 69 II 246, c. 1.

22 Art. 620 al. 2 CO.

23 BEIER/HAUSER/HAUSER, p. 3, 11 et 15; voir également une étude similaire datant de 2009, HAUSER/HAUSER/MOSER, p. 5; ECONOMIESUISSE, p. 1, qui relevaient que les sociétés cotées en bourse généraient un franc suisse sur quatre, représentaient 42 % des impôts payés sur les entreprises et représentaient directement ou indirectement environ 600 000 emplois.

mesure la réglementation en vigueur peut et doit favoriser, et incidemment traiter différemment, ces quelques actionnaires clés au détriment d'une plus large proportion d'actionnaires ordinaires.

Le droit de la société anonyme trouve néanmoins sa limite dans la relation 12 entre la société et les actionnaires. Les actionnaires, entre eux, ne sont ainsi pas soumis au principe de l'égalité de traitement²⁴. Cette relation est cependant en partie traitée par le droit boursier dans le contexte restreint des offres publiques d'acquisition. La réglementation boursière impose à l'offrant qui souhaite acquérir le contrôle d'une société cotée de traiter les destinataires de son offre sur un pied d'égalité vis-à-vis du prix de son offre²⁵. Dans ce contexte également, la notion d'égalité de traitement est abondamment débattue entre les académiciens qui peinent à trouver un terrain d'entente.

Au centre de notre réflexion, nous cherchons à trancher si le législateur doit 13 nécessairement succomber à la conscience collective lorsque la problématique abordée se heurte au principe de l'égalité de traitement. L'image que laisse transparaître l'inégalité de traitement est celle d'une relation où la partie favorisée va abuser de son avantage au détriment d'une partie plus faible. Cette connotation négative incite à vouloir en abolir toutes ses formes²⁶. De cette manière, cet apriori peut parfois l'emporter sur la raison lorsqu'un message suffisamment parlant tel que le rétablissement d'un traitement égal accompagne celui-ci²⁷. Nous cherchons ainsi à passer outre cet apriori en recommandant diverses propositions qui autorisent un traitement différencié, sans qu'il soit pour autant inadmissible. L'accent sera ainsi mis sur l'autonomie privée de la société anonyme, principe qui demeure au-delà de la cotation en bourse.

24 Il en découle ainsi de l'art. 620 al. 2 CO qui prévoit que les actionnaires sont seulement tenus de libérer leurs apports. Voir à ce sujet, CR CO II-LOMBARDINI, ad art. 620 CO, n° 25.

25 Art. 135 al. 1 LIMF.

26 ROE/SHAPIRA, p. 235.

27 Sur l'influence de la conscience collective dans l'introduction de réglementations financières, voir notamment ROE/SHAPIRA, p. 234 ss, qui s'intéressent à l'image que renvoie la notion de volonté court terme par opposition à la volonté long terme de l'actionnariat. Ces auteurs décryptent ces deux visions de l'actionnariat et mettent en avant que les biais collectifs positifs ou négatifs que nous pouvons avoir vis-à-vis de ces concepts peuvent influencer à tort ou à raison la réglementation applicable.

2. Cadre de l'analyse

- 14 La présente contribution se focalise sur une étude de l'inégalité de traitement au sein des sociétés cotées en ce qui concerne les participations de contrôle.
- 15 Par sociétés cotées, le législateur entend (i) les sociétés ayant leur siège en Suisse et dont au moins une partie des titres de participation est cotée en Suisse ou (ii) les sociétés ayant leur siège à l'étranger et dont au moins une partie des titres de participation est cotée en Suisse à titre principal²⁸. L'élément central de la définition repose essentiellement sur l'émission, en vue du négoce en bourse, de titres de participation. Ces derniers sont définis par la Commission des offres publiques d'acquisition (COPA) comme étant des actions, des bons de participation ou des bons de jouissance²⁹. En pratique, les sociétés suisses qui émettent de tels titres de participations en vue de la négociation auprès des bourses suisses sont les sociétés anonymes³⁰.
- 16 Dans le cadre de cette contribution, et à des fins de simplifications, notre analyse du droit privé se concentre sur les sociétés dont le siège est en Suisse, et donc essentiellement sur le droit de la société anonyme³¹. Cette réglementation présente la particularité de disposer à la fois de normes applicables aux sociétés anonymes dans leur ensemble et de normes applicables spécifiquement aux sociétés cotées. Certaines parties de cette contribution, bien qu'elles répondent aux problématiques généralement soulevées au sein des sociétés cotées, demeurent donc aussi pertinentes pour les sociétés anonymes détenues en mains privées.
- 17 Les sociétés cotées, par leur besoin accru de transparence et d'égalité de traitement entre les actionnaires, sont soumises à une couche supplémentaire de réglementation. Partant, notre analyse s'intéresse à la réglemen-

28 Voir notamment les art. 120 al. 1 et 125 al. 1 LIMF. La notion de cotation, quant à elle, est définie à l'art. 2 let. f LIMF comme l'admission d'une valeur mobilière à la négociation auprès d'une bourse selon une procédure standardisée prévoyant le contrôle des exigences relatives aux émetteurs et aux valeurs mobilières.

29 Art. 2 let. b, c et i LIMF; art. 2 OOPA.

30 PETER/BOVEY, n° 35 s. À notre connaissance, en ce qui concerne les sociétés cotées incorporées en Suisse, celles-ci ont toutes optées pour la forme de la société anonyme.

31 Art. 620 ss CO. Les renvois à des bases légales dans le cadre de cet ouvrage sont fondés sur la version du Code des obligations entrant en vigueur au 1^{er} janvier 2023 (RO 2020 4005).

tation financière pertinente et plus particulièrement le droit des offres publiques d'acquisition (OPA)³².

Enfin, notre contribution s'inscrit dans le prolongement des ouvrages traitant de la gouvernance d'entreprise au sein des sociétés cotées³³. L'axe principal se concentre sur les participations de contrôle, notion qui englobe toutes participations détenues par un actionnaire ou tout groupe d'actionnaires, permettant d'influencer de manière unilatérale et déterminante l'issue d'un vote lors de l'assemblée générale des actionnaires. Généralement, ce terme est utilisé afin de qualifier des participations qui dépassent le seuil de la majorité absolue³⁴, laquelle permet de prendre l'essentiel des décisions nécessaires à l'exploitation d'une société. La comptabilisation des voix à l'assemblée générale s'effectuant selon les actions représentées, il est également possible de détenir une participation de contrôle, bien que celle-ci soit inférieure à ce seuil de référence.

18

32 Voir notamment les art. 125 ss LIMF ; art. 1 ss OOPA ; art. 1 ss OIMF-FINMA.

33 La notion de gouvernance d'entreprise n'a pas de définition uniformisée. Néanmoins, nous trouvons dans la littérature des définitions qui semblent baliser la problématique. Dans une approche traditionaliste, SALE, p. 460 définit cette notion en les termes suivants : « The term corporate governance is widely used to refer to the balance of power between officers, directors and shareholders. » Cette définition s'inscrit dans la ligne de réflexion portant sur la séparation de la propriété et du contrôle des sociétés, dont les premières traces remontent aussi bien à BERLE et MEANS dans les années 30 qu'à ADAM SMITH au 18^e siècle. Dans une approche plus moderne, CADBURY (avant-propos), la définit ainsi : « Corporate governance is concerned with holding balances between economic and social goals and between individual and communal goals. The framework is there to encourage the efficient use of resources and equally to require accountability for the stewardship of those resources. The aim is to align as nearly as possible the interests of individuals, corporations and society. » Nous qualifions cette définition de plus moderne dans la mesure où elle ne se limite pas à la relation entre les dirigeants et les actionnaires, mais ouvre la réflexion à la prise en compte d'intérêts qui dépassent le cercle des parties prenantes à l'interne d'une société cotée. Le code suisse de bonne pratique, dans sa version telle qu'approuvée le 28 août 2014, définit la notion comme « l'ensemble des principes axés sur la poursuite d'intérêts durables des entreprises qui, tout en sauvegardant la capacité de décision et l'efficacité, visent à instaurer au plus haut niveau de l'entreprise la transparence et un rapport équilibré entre direction et contrôle ». La version de 2014 se distingue de l'ancienne version du code suisse de bonne pratique de 2002 dans laquelle l'on retrouvait une notion de gouvernement d'entreprise « dans l'intérêt des actionnaires ». Le code suisse de bonne pratique a donc préféré une définition mettant sur un pied d'égalité toutes les parties prenantes. Comme le relève à raison CHABLOZ (2012), n° 16, la définition varie donc selon que l'accent soit mis sur la maximisation de la valeur actionnariale ou sur la prise en compte d'intérêts d'autres parties prenantes.

34 Art. 703 al. 1 CO.

- 19 Notre intérêt pour les participations de contrôle se fonde principalement sur la répartition des rôles au sein de l'actionnariat d'une société cotée. Dans les actionnariats qui disposent d'un actionnaire détenant une participation de contrôle (dit « actionnaire de contrôle »), ce dernier supporte dans la majorité des cas un risque financier, compte tenu de sa participation dominante, et un risque réputationnel important lié à la réussite de son entreprise. Cet actionnaire sera amené à prendre des décisions dans le but d'accroître son propre patrimoine principalement, mais qui bénéficieront aussi aux actionnaires ordinaires relégués essentiellement à un rôle secondaire. Dans cette optique, le rôle de l'actionnaire de contrôle est différent de celui d'un actionnaire ordinaire. Notre contribution vise ainsi à répondre à une question fondamentale, celle de savoir si cette différence de rôle peut justifier un traitement différent entre les actionnaires. Dans l'affirmative, il faudra encore baliser l'étendue de ce traitement différencié afin de limiter au mieux les abus et, surtout, d'optimiser la structure décisionnelle de la société.

3. Plan

- 20 Cet ouvrage se recoupe en quatre parties. Une première partie sur la notion de contrôle, notion juridique qui n'est pas traitée de manière homogène par notre ordre juridique. Compte tenu de cette irrégularité, il peut être parfois difficile de cerner précisément ce qui relève du contrôle sur une société. Ce chapitre vise ainsi à effectuer un panorama des diverses notions de « contrôle » au sein de notre réglementation. Cette contribution se focalise sur le droit comptable, le droit fiscal, le droit de la concurrence et le droit boursier. Ces quatre domaines du droit sont, selon nous, les plus pertinents pour une société cotée. En procédant ainsi, ce chapitre permet d'abord d'établir un cadre de réflexion clair à la compréhension de cette contribution. Mais encore, celui-ci offre la possibilité de mettre en avant certaines réflexions intéressantes issues d'autres domaines du droit que celui du droit de la société anonyme et du droit boursier. Ces réflexions, seront utiles en vue de formuler des propositions de modifications législatives dans ces deux derniers domaines.

Cette contribution poursuit avec une analyse de l'inégalité de traitement lors 21
de trois phases du cycle de vie d'une participation de contrôle: sa constitution, son maintien et son transfert. Ces trois phases sont présentées à travers quatre mécanismes juridiques qui, en tant que tels, sont propres à une phase spécifique, mais dont les répercussions peuvent parfois déborder sur les autres. Cet ouvrage aborde d'abord l'usage des actions à droit de vote privilégié et des bons de participation lors de la constitution d'une participation de contrôle. Cependant, certaines de nos réflexions trouvent également une certaine pertinence en matière de maintien et de transfert du contrôle. Les clauses de restrictions à la transmissibilité des actions et de plafonnement du droit de vote ont un intérêt particulier en matière de maintien du contrôle, mais, par essence, portent également sur le transfert du contrôle. Enfin, notre analyse des primes de contrôle met l'accent sur le transfert du contrôle. Néanmoins, pour pouvoir prétendre au versement d'une telle prime, l'actionnaire de contrôle doit encore être capable de maintenir sa participation de contrôle jusqu'à son aliénation.

Partant, nous commençons par une analyse de l'inégalité de traitement lors 22
de la constitution d'une participation de contrôle. Cette inégalité est créée en utilisant des actions à droit de vote privilégié ou des bons de participation. De manière générale, il est attendu de celui qui contrôle la société qu'il supporte une part proportionnelle du risque financier encouru par les actionnaires. Cette attente est par ailleurs retranscrite à l'art. 692 CO selon lequel le poids de vote est proportionnel aux valeurs nominales détenues par un actionnaire³⁵. Le législateur a toutefois autorisé les sociétés anonymes suisses à prévoir d'autres régimes. Le premier admet l'exercice du droit de vote en proportion du nombre d'actions détenues³⁶. Puisqu'il est possible d'émettre des actions ayant des valeurs nominales différentes, certains actionnaires peuvent se voir offrir un poids de vote plus important que la part du risque financier supporté, créant ainsi une inégalité de traitement. Le second autorise la société à émettre des titres, contre un apport, ayant une valeur nominale, mais ne conférant pas de droit de vote³⁷. Dans ce cas, leurs détenteurs, bien qu'ayant participé à la constitution du capital social, ne peuvent pas prendre part à la prise de décision.

35 Art. 692 al. 1 CO.

36 Art. 693 al. 1 CO.

37 Art. 656a al. 1 CO.

- 23 Ces mécanismes ont été baptisés par le législateur « actions à droit de vote privilégié » et « bons de participation » respectivement. Notre chapitre s'intéresse à leur fonctionnement et tente d'offrir davantage de clarté quant aux limites qui leur sont imposées au sein de la réglementation en vigueur. Concernant les actions à droit de vote privilégié plusieurs voies de réflexion sont offertes concernant des modifications qui offriraient plus de souplesse dans leur utilisation.
- 24 La réflexion s'oriente ensuite sur l'inégalité de traitement lorsqu'il est question de maintenir le contrôle à travers les clauses de restriction à la transmissibilité des actions et de plafonnement du droit de vote. Dans une société cotée, un concurrent ou un actionnaire mécontent de la gestion peut constituer progressivement une participation suffisamment importante pour exercer un contre-pouvoir à l'assemblée générale. Ce risque est particulièrement important lorsque la participation de contrôle est inférieure au seuil de la majorité des voix émises au sein de la société.
- 25 Afin de limiter ce risque, il est possible d'implémenter des clauses statutaires permettant de limiter l'exercice du droit de vote des nouveaux actionnaires lorsque les actions sont cotées, mais aussi, dans certains cas particuliers, le transfert de la propriété des actions lorsque celles-ci ne sont pas cotées. Ces mécanismes permettent de consolider la position de l'actionnaire de contrôle au détriment des nouveaux actionnaires qui subissent dès lors une inégalité de traitement par rapport aux actionnaires déjà présents. Ce chapitre se concentre sur ces clauses en développant le cadre juridique qui leur est applicable et en proposant diverses clés d'interprétation.
- 26 Finalement, la problématique de l'inégalité de traitement lors du transfert sera traitée, et plus spécifiquement dans le contexte des primes de contrôle. La vente d'une participation de contrôle implique toujours un changement de propriétaire et donc probablement un changement de dynamique au sein de la société. Afin de protéger les actionnaires contre un acquéreur qu'ils ne soutiendraient pas, notre ordre juridique leur offre la possibilité d'exercer un droit de sortie en forçant l'acquéreur à racheter leurs actions. Cette protection est octroyée par la réglementation sur les offres publiques d'acquisition³⁸. Dans ce contexte, le législateur prévoit que le prix payé dans le cadre

38 Art. 135 al. 1 LIMF.

de l'offre devra être au moins égal au prix le plus élevé payé dans les douze derniers mois ou au cours de bourse³⁹. L'objectif est d'assurer une sortie des actionnaires à un prix équitable.

Or, un actionnaire de contrôle, en marge de l'offre obligatoire, demandera à 27 recevoir un prix plus élevé que la valeur boursière de ses actions, afin de tenir compte du contrôle qu'elles octroient. Cette différence de prix entre le cours de bourse et le montant effectivement perçu par l'actionnaire de contrôle est appelée une « prime de contrôle ». L'offrant, qui vient d'acquérir le contrôle dans le cadre de cette transaction préalable, est toutefois contraint à étendre ce même prix à tous les autres actionnaires dans le cadre de son offre. Pourtant, toute action supplémentaire qu'il acquiert dans le cadre de son offre ne lui est pas réellement utile, car il détient déjà le contrôle.

Ce chapitre se penche sur les primes de contrôle au sein de notre ordre juri- 28 dique. Nous y abordons notamment les possibilités encore ouvertes de nos jours pour verser une prime de contrôle au seul actionnaire de contrôle en dépit de leur « abolition » en 2013. Enfin, un nouveau modèle de prime sera proposé, lequel permettrait une meilleure appréhension et prise en compte des contextes de fait pouvant se présenter.

39 Art. 135 al. 2 LIMF.

CHAPITRE 2 : LA NOTION DE CONTRÔLE

1. Définition du contrôle

Terme polysémique, le contrôle est une notion aux multiples facettes qui varient selon son contexte d'utilisation. En effet, le contrôle peut se comprendre d'abord dans son sens de « vérification », comme mis en avant dans la plupart des dictionnaires lexicaux⁴⁰. Il peut aussi être compris comme un état de maîtrise sur l'autre. Notre contribution se consacre à cette seconde définition. 29

La notion de contrôle se définit ainsi comme « le fait de contrôler quelque chose, un groupe, d'avoir le pouvoir de les diriger »⁴¹. Au sein de cette définition se trouve le centre du sujet de cette thèse, à savoir une problématique abordant la constitution, le maintien ou encore l'aliénation du contrôle d'une société. 30

Le contrôle d'une société peut adopter plusieurs formes selon la réglementation applicable. Le contrôle peut être le fait d'une base solide de participations en l'absence de concurrents⁴² ou encore d'une domination par l'intermédiaire de contrats⁴³. Lorsque le contrôle est obtenu par des droits de participation, le franchissement du seuil de la majorité absolue servira généralement de référentiel. À l'inverse, une analyse au cas par cas sera nécessaire lorsque le contrôle découlera de relations contractuelles. Cette interprétation élargie du contrôle, notamment par des relations contractuelles, trouve une utilité particulière selon le but du législateur. Notre contribution se focalise toutefois dans une dimension plus restrictive que représente le contrôle par le droit de vote. 31

Au premier abord, le lecteur de cette contribution peut s'interroger sur l'intérêt que peut avoir une personne à détenir le contrôle d'une société. 32

40 Dictionnaire de l'Académie française, 9^e éd.; Dictionnaire Larousse, éd. 2022; Le Petit Robert, éd. 2023.

41 Dictionnaire Larousse, éd. 2022.

42 Art. 135 al. 1 LIMF et art. 41 al. 2 let. a OIMF-FINMA.

43 Art. 963 al. 2 ch. 3 CO; art. 4 al. 3 let. b LCart; art. 61 al. 3 LIFD.

En reprenant les mots du penseur autrichien Ivan Illich, « conviviale est la société où l'homme contrôle l'outil », à savoir sa volonté. Les raisons qui motivent une telle main mise sur la prise de décisions sont multiples. Pour certains, il s'agit de s'imperméabiliser face à la pression actionnariale, voire créancière. Le contrôle permet également d'opérer des changements quand les dirigeants sont peu performants. Dans ce contexte, l'adéquation entre le risque économique supporté par le détenteur des participations et l'influence qu'il peut exercer est un facteur essentiel. Pour d'autres, l'attractivité du contrôle se rapporte aux avantages, notamment financiers et sociaux, liés à cette position. Nous relevons, par exemple, la possibilité de se voir attribuer une prime de contrôle en cas d'aliénation d'un bloc de participations majoritaire ou encore le gain réputationnel lié à une position de contrôle.

- 33 Quel que soit l'angle abordé, le contrôle demeure, dans la législation actuelle, une notion délicate dont l'étendue et les répercussions peuvent être difficiles à cerner. En effet, celle-ci est parfois définie de manière formelle, ce qui implique une certaine rigidité. Dans d'autres circonstances, elle est qualifiée de notion juridique indéterminée avec pour conséquence un manque d'uniformité apparent, en particulier lorsque plusieurs bases légales appartenant à des domaines différents se superposent. Ainsi, l'interprétation faite par les tribunaux et les autorités doit tenir compte de ces particularités afin de respectivement restreindre ou faciliter l'application des réglementations à un contexte de fait donné. Pour cette raison, il est approprié d'effectuer une analyse transversale, mais sélective, de la réglementation suisse. Dans le cadre de cette étude, il sera question de mieux saisir ce que le législateur entend par des notions à l'apparence simple comme le « contrôle »⁴⁴ et d'autres à l'apparence plus fastidieuse comme l'« exercice d'une influence dominante »⁴⁵. À cette fin, le contexte juridique sera étudié en se penchant sur une interprétation téléologique tout en gardant à l'esprit l'importance d'une compréhension systématique de la notion de contrôle.
- 34 De manière récurrente au long de notre analyse, deux approches sont opposées. D'une part, une approche formaliste, dont l'interprétation faite est par essence plus rigide et donc moins susceptible d'apprécier des considérations pratiques. De l'autre, une approche pragmatique, plus proche de la réalité économique sous-jacente, mais incidemment inapte à garantir une sécurité du droit et une interprétation claire et homogène des normes pertinentes.

44 Art. 4 al. 3 let. b LCart.

45 Art. 963 al. 2 ch. 3 CO.

Enfin, si cette contribution analyse la notion de contrôle au sein des sociétés cotées, ce chapitre ne contient néanmoins pas de partie dédiée au droit de la société anonyme. Ce choix, pouvant apparaître de prime abord étonnant, est pourtant justifié. Le droit de la société anonyme demeure la source primaire de référence lorsqu'il est question de prendre des décisions au sein d'une société cotée. Les art. 703 et 704 CO établissent à cet effet respectivement les seuils des majorités absolue et qualifiée qui en sont la concrétisation. Ces deux normes légales se limitent à déterminer les seuils à atteindre afin de pouvoir approuver une décision à l'assemblée générale des actionnaires. Elles n'établissent pas pour autant ce qui doit réellement être compris comme « le contrôle », nuance que le législateur a par ailleurs bien comprise. Dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme, dont la version finale a été adoptée le 16 juin 2020, un alignement du droit de la société anonyme à la notion de contrôle retrouvée en droit comptable a été opéré par l'intermédiaire de renvois explicites ou implicites à l'art. 963 CO⁴⁶. Pour cette raison, une analyse dans ce sens du droit de la société anonyme est exclue.

Similairement, le droit de la société anonyme prévoit un devoir d'annonce des ayants droit économiques au sein des sociétés privées⁴⁷. Cette obligation, qui suit un même but de transparence que le devoir d'annonce connu en droit boursier⁴⁸, aborde également la notion de contrôle⁴⁹.

Toutefois, nous faisons aussi le choix d'exclure cette obligation du champ de notre analyse. Celle-ci, à l'instar de son équivalent boursier, concrétise une nécessité de transparence indépendante de la détention d'une position de contrôle dans une société privée. L'unique lien fait à la notion de contrôle relève du second alinéa de l'art. 697j CO qui renvoie explicitement à la norme comptable de l'art. 963 al. 2 CO⁵⁰. Afin d'éviter une répétition, il est renvoyé aux considérations relevées en matière de droit comptable.

Le but du présent chapitre est donc d'établir le cadre fondamental de la réflexion portée tout au long de cette contribution. Pour répondre à cet

46 FF 2017 353, 544; voir notamment les art. 659b, 697j al. 2, 728 al. 6 et 735d CO.

47 Art. 697j CO.

48 Art. 120 LIMF.

49 Voir à ce sujet FF 2014 585, 596, qui soulève le parallèle entre l'art. 697j CO et l'art. 120 al. 1 LIMF. Comme il ressort d'ailleurs de l'art. 697j al. 1 CO, cette obligation n'est pas applicable aux sociétés cotées, ces dernières ayant déjà un mécanisme de transparence suffisant.

50 Art. 697j al. 2 CO.

objectif, une sélection de réglementations pertinentes en vigueur sera analysée. Le premier domaine sélectionné sera le droit comptable⁵¹ afin de fonder une base claire pour une analyse successive du droit fiscal⁵² et du droit de la concurrence⁵³. Ces premiers fondements établis, ce chapitre sera complété par l'un des principaux angles de cet ouvrage, à savoir le droit boursier⁵⁴.

2. Les interprétations téléologiques de la notion de contrôle

1. En droit comptable – la consolidation des comptes

- 39 Bien que le contrôle représente une notion fondamentale quand il est question de sociétés, celui-ci n'est que très peu présent dans le Code des obligations. La seule tentative d'explication de la notion par le législateur ne se trouve pas au sein de la partie consacrée au droit des sociétés, à savoir les titres vingt-troisième à vingt-neuvième, mais au titre trente-deuxième traitant du droit comptable.
- 40 C'est en matière de comptes consolidés que nous retrouvons la notion « contrôle ». Il en découle ainsi de l'art. 963 al. 1 CO qui impose aux personnes morales tenues d'établir des comptes et qui « contrôlent une ou plusieurs entreprises tenues d'établir des comptes » d'inclure dans leur rapport de gestion des comptes annuels consolidés portant sur l'ensemble des entreprises contrôlées⁵⁵. Le but de la consolidation des comptes est de permettre à toute personne intéressée de lire avec clarté le bilan des sociétés réunies au sein d'un même groupe. L'obligation d'établissement de comptes consolidés pour la société en tête de groupe ressort donc essentiellement d'une volonté de transparence. Une personne morale est dès lors présumée contrôler une société lorsque celle-ci remplit au moins l'une des trois conditions suivantes⁵⁶: 1) une détention directe ou indirecte de la majo-

51 Voir infra n° 39 ss.

52 Voir infra n° 90 ss.

53 Voir infra n° 100 ss.

54 Voir infra n° 119 ss.

55 Art. 963 al. 1 CO.

56 TRANDAFIR, p. 29.

rité des voix au sein de l'organe suprême⁵⁷; 2) un droit direct ou indirect de désigner ou de révoquer la majorité des membres de l'organe supérieur de direction ou d'administration⁵⁸ ou; 3) la faculté d'exercer une influence dominante en vertu des statuts, de l'acte de fondation, d'un contrat ou d'instruments analogues⁵⁹.

1. Considérations théoriques

La notion de contrôle telle qu'elle est définie par l'art. 963 al. 2 CO est particulièrement extensive. Cette notion appréhende notamment un exercice direct du contrôle sur la prise de décision au sein de la société, mais aussi un exercice indirect de celui-ci⁶⁰.

L'exercice direct du contrôle, retrouvé au ch. 1, signifie pour la société contrôlante de faire valoir son intérêt ou sa vision sur la politique opérationnelle et directionnelle de la société contrôlée au sein de l'assemblée générale. Elle parvient donc à cette fin en usant de son droit de vote et plus particulièrement de sa majorité des voix.

L'exercice indirect du contrôle sur une société, quant à lui, se fonde sur les ch. 2 et 3 de la norme. Il est concrétisé lorsque la société contrôlée prend en compte les intérêts de la société contrôlante dans le cadre de la gestion stratégique et opérationnelle de son entreprise. De fait, l'administrateur ou le directeur risquant d'être déchu de ses fonctions est plus à même de poursuivre une gestion en cohésion avec les intérêts de l'actionnaire majoritaire ou de contrôle de la société. La situation est similaire lorsque la société contrôlée a contracté des emprunts auprès d'un tiers actionnaire qui veille à l'utilisation des fonds prêtés.

Cette approche globale de la notion de contrôle est toutefois récente. Avant sa révision, le droit comptable suisse était fondé sur le principe de la direction unique.⁶¹ Ce dernier diverge de l'interprétation actuelle par le degré d'implication effectif requis de la société dominante. L'interprétation de

57 Art. 963 al. 2 ch. 1 CO.

58 Art. 963 al. 2 ch. 2 CO.

59 Art. 963 al. 2 ch. 3 CO.

60 BÜHLER (2017), p. 158 s.

61 FF 1983 II 757, 775 s.

cette notion juridique indéterminée avait été laissée à la pratique et aux tribunaux⁶².

- 45 Le principe de la direction unique fit son apparition dans la législation suisse à l'art. 663e aCO, à la suite de la révision du droit des sociétés anonymes en 1983⁶³. En s'inspirant grandement de la pratique allemande⁶⁴, il était question en 1983 de déceler si une direction commune était en place. Il fallait ainsi prouver que la politique de l'une était fixée par les organes de l'autre⁶⁵. Ce degré de subordination, et donc une direction unique, était atteint lorsque la société présumée au contrôle était en mesure de donner des directives aux organes directeurs de l'autre ou que ses intérêts avaient un caractère contraignant dans la prise de décision⁶⁶. L'élément fondamental ressortant de l'interprétation de cette notion était donc la perte d'autonomie de la société contrôlée au profit d'une autre⁶⁷.
- 46 Contrairement à la pratique actuelle, le critère de direction unique supposait encore un exercice effectif du contrôle. Pour la doctrine, un exercice effectif était présumé lorsqu'il était avéré que la société contrôlante exerçait une « réelle influence », par ses agissements, au sein de la société contrôlée⁶⁸. Selon cette interprétation, les sociétés holding, notamment, n'avaient pas besoin d'établir des comptes consolidés. Il était en effet considéré que celles-ci n'exerçaient pas de gestion active dans les sociétés dont elles détenaient les parts, pourtant parfois dans une proportion majoritaire⁶⁹.
- 47 Le principe de la direction unique demeura la pierre angulaire de l'obligation d'établissement de comptes consolidés durant de nombreuses années, et ce malgré une tendance internationale à s'en détacher au profit d'une notion plus souple calquée sur les *International Accounting Standards 27* (IAS 27)⁷⁰.

62 CHENAUX/BEROUD, p. 347 s.

63 FF 1983 II 757, 775 s.

64 § 18 et § 329 AktG; la réglementation allemande a influencé, au-delà de la pratique suisse, durant près de vingt-cinq ans les réglementations européennes en matière de comptes consolidés. Il en ressort ainsi de la septième directive du Conseil du 13 juin 1983, 83/349/CEE, désormais Directive 2013/34/UE du 26 juin 2013.

65 FF 1983 II 757, 837.

66 FF 1983 II 757, 837.

67 SCHNEIDER, p. 480.

68 BLANC, p. 274; PETER/JACQUEMET (2018), p. 8; STRAUB, p. 1277.

69 BSK OR II-NEUHAUS/BAUR, ad art. 963 CO, n° 21.

70 CR CO II-TORRIONE/BARAKAT, ad art. 963 CO, n° 16.

Il faudra attendre 2013 et la révision du droit de la société anonyme et comptable pour voir s'effacer la notion de direction unique au profit de la notion de contrôle au sens large comme principe directeur de l'obligation d'établissement des comptes consolidés⁷¹. Le législateur, dans un effort de conciliation avec les standards internationaux, dont les *International Financial Reporting Standards 10* (IFRS 10), justifia son choix en raison d'un souci pratique découlant de l'art. 663e CO. Dans son message concernant la révision de 2007, le Conseil fédéral souleva à juste titre les difficultés pratiques liées à l'obtention de la preuve d'un exercice effectif du contrôle au sein des sociétés⁷². Bien que la notion de direction unique demeura pertinente en matière de responsabilité des organes et de gouvernance d'entreprise⁷³, une uniformisation des règles suisses avec les normes comptables internationales prima. La portée de la notion de contrôle telle qu'exprimée à l'art. 963 CO n'est d'ailleurs pas vouée à être modifiée par la révision à venir du droit de la société anonyme⁷⁴. La progression de la norme au cours des dernières années étant établie, nous pouvons désormais nous intéresser aux trois hypothèses visées par l'art. 963 al. 2 CO.

1.1 Majorité des voix

Une première hypothèse de contrôle se concrétise par la détention, directe ou indirecte, de la majorité des voix au sein de l'organe suprême⁷⁵.

Cette norme fait ici état de la détention directe et de la détention indirecte des voix. Elle répond par cela à une considération pratique, à savoir la détention des titres de participations par l'intermédiaire de filiales⁷⁶. Cette dualité de possibilités permet d'offrir plus de flexibilité aux détenteurs finaux

71 BÖCKLI (2014), p. 208 s.; BSK OR II-NEUHAUS/BAUR, ad art. 963 CO, n° 13 s.

72 FF 2008 1407, 1543.

73 BÜHLER (2017), p. 158; GUTZWILLER, p. 129 s.; VON DER CRONE (2020), § 15 n° 4 ss.

74 La révision du droit de la société anonyme dont la version finale a été adoptée le 19 juin 2020 sans référendum n'apporte pas de modification à l'art. 963 CO. Bien au contraire, le législateur en a profité pour harmoniser les normes du droit de la société anonyme afin que celles-ci coïncident avec la notion de contrôle telle que définie à l'art. 963 CO. À titre d'exemple, l'art. 659b CO fait désormais expressément référence à l'art. 963 CO concernant l'application des règles quant à l'acquisition par la société de ses propres actions dans un contexte de groupe. Sur cette question voir notamment MONTAVON/SCHNELL LUCHSINGER, p. 220.

75 Art. 963 al. 2 ch. 1 CO.

76 CR CO II-TORRIONE/BARAKAT, ad art. 963 CO, n° 17.

du contrôle dans le choix de leur structure de détention tout en s'assurant de pouvoir valablement en tenir compte⁷⁷.

- 51 Malgré une terminologie pouvant porter à confusion, les conventions d'actionnaires ne relèvent pas du champ d'application de la norme. Comme le relèvent TORRIONE/BARAKAT, les conventions d'actionnaires sont en principe un exemple typique d'un cas de détention indirecte du contrôle⁷⁸.
- 52 Concernant ce qui doit être compris par la « majorité » des voix, la doctrine n'est pas unanime sur son interprétation. À titre préliminaire, il est globalement admis que le seuil pertinent est celui de la majorité absolue⁷⁹. Celui-ci permet en effet de prendre la majeure partie des décisions essentielles à la bonne gestion d'une société⁸⁰.
- 53 Pour calculer cette majorité, le législateur a privilégié une majorité des voix en lieu et place d'une majorité du capital, permettant également la bonne prise en compte des compositions actionnariales atypiques. À titre d'exemple, les actions à droit de vote privilégié, permettant de dissocier le risque économique de la proportion en droit de vote pour les détenteurs de ces titres de participations⁸¹, sont ainsi correctement prises en compte.
- 54 Sur cette première base, l'art. 963 al. 2 ch. 1 CO paraît satisfaire aux considérations économiques qu'elle est censée appréhender⁸². Est-ce pour autant une approche pragmatique? La réponse à cette question n'est pas claire, car cette norme n'indique pas si la comptabilisation des voix s'effectue à la majorité des voix représentées ou émises⁸³.
- 55 La comptabilisation des voix lors de la prise de décisions au sein de l'assemblée générale s'effectue, selon la réglementation en vigueur, à la majorité absolue ou qualifiée des voix représentées⁸⁴. Ce système de comptabili-

77 NOBEL (2017), p. 466.

78 CR CO II-TORRIONE/BARAKAT, ad art. 963 CO, n° 17. Proposant également cet exemple, AESCHBACH FLOREZ, p. 38; BLOCH, p. 354.

79 Art. 703 al. 1 CO. Voir en particulier VISCHER/GALLI, p. 1034 s., qui excluent ainsi d'une application de l'art. 963 al. 2 ch. 1 CO les *equity joint venture* paritaires, à savoir où deux parties détiendraient chacune 50 % des droits de vote.

80 BSK OR II-NEUHAUS/BAUR, art. 963 CO, n° 15 ss; GAMBA/CASTIGLIONI, p. 374; PK-GLANZ/ZIHLER, ad art. 963 CO, n° 32; PHILIPPIN, p. 90; VISCHER/GALLI, p. 1035.

81 Sur la question des actions à droit de vote privilégié et de leur rôle dans le contexte des participations de contrôle au sein des sociétés cotées, voir infra n° 164 ss.

82 NOBEL (2017), p. 466.

83 Dans ce sens, PK-GLANZ/ZIHLER, ad art. 963 CO, n° 34.

84 Art. 703 al. 1 et 704 CO.

sation a pour caractéristique de ne pas comptabiliser dans le calcul des voix celles qui ne seraient pas représentées lors de la tenue de l'assemblée générale. Or, nombreuses sont les sociétés pour lesquelles le taux de participation des actionnaires à l'assemblée générale n'atteint pas la totalité des voix émises. Ce constat est d'autant plus marquant lorsque la société est cotée. La dispersion des actions en mains du public en est effectivement l'une des caractéristiques typiques⁸⁵. Partant, le contrôle décisionnel au sein de l'assemblée générale, dans ce cas, ne se situe pas aux seuils légaux des majorités absolue et qualifiée, mais à un seuil en réalité moindre.

Selon VISCHER/GALLI, la majorité absolue, en ce qui concerne l'art. 963 al. 2 ch. 1 CO, devrait se calculer sur la base des actions émises⁸⁶. La majorité se détermine dans ce cas sur la base de l'intégralité des actions octroyant un droit de vote, indépendamment de la représentation effective à l'assemblée générale. Cette dichotomie entre les pratiques ne pose en principe pas de problème dans les petites sociétés anonymes et les sociétés anonymes de taille moyenne. Dans ces cas de figure, l'actionnaire majoritaire détiendra généralement plus de 50 % des droits de vote. Dès lors, celui-ci sera majoritaire aussi bien du point de vue des actions représentées que des actions émises. 56

Néanmoins, dans certaines situations, il est envisageable de détenir une majorité absolue des voix au sein de l'assemblée générale sans pour autant détenir une majorité des voix émises. Cette problématique est habilement soulevée par NEUHAUS/BAUR qui la qualifient de « *De facto* »-Kontrolle, en français, contrôle de fait⁸⁷. Cette forme de contrôle apparaît lorsqu'une participation inférieure au seuil de la majorité absolue théorique suffit à détenir le contrôle de la société⁸⁸. À titre purement exemplatif, dans une société où le taux de représentation à l'assemblée générale est de 80 % des actions, un actionnaire détenant 40 % des actions plus une voix aura la majorité absolue en ce qui concerne la prise de décisions. 57

85 BLANC, p. 27.

86 VISCHER/GALLI, p. 1036; voir également PK-GLANZ/ZIHLER, ad art. 963 CO, n° 32 s., qui relèvent également qu'une interprétation littérale de la norme tend vers une comptabilisation à la majorité des voix émises.

87 BSK OR II-NEUHAUS/BAUR, art. 963 CO, n° 17; dans ce sens BLANC, p. 27, qui soulève cette problématique au sein des sociétés cotées qui connaissent une dilution des participations beaucoup plus forte que les sociétés privées. Voir également, AESCHBACH FLOREZ, n° 67; PK-GLANZ/ZIHLER, ad art. 963 CO, n° 34.

88 Art. 703 al. 1 CO; PHILIPPIN, p. 90.

- 58 Afin de tenir compte de cette éventualité, la doctrine majoritaire cautionne une comptabilisation de la majorité absolue au nombre d'actions représentées à l'assemblée générale⁸⁹. Cette interprétation a le mérite d'être plus en phase avec la réalité économique des groupes de sociétés et d'assurer une meilleure transparence au sein de leurs comptes.
- 59 Selon GLANZ/ZIHLER, deux conditions cumulatives doivent tout de même être remplies afin de reconnaître un contrôle de fait. D'une part, il doit être raisonnablement admis que la participation sera conservée de manière durable dans un futur proche. D'autre part, la société, outre le détenteur d'une majorité de fait, ne doit pas connaître d'autres actionnaires importants ou d'accord (par exemple des conventions d'actionnaires) entre plusieurs petits actionnaires⁹⁰. Cette réflexion est soutenable dans la mesure où l'actionnariat d'une société cotée tend à être caractérisé par une certaine volatilité. Il existe donc un risque que la participation d'un actionnaire de contrôle fluctue et incidemment perde ou gagne en influence. Dans ce cas, une interprétation dynamique de sa participation permet de tenir compte de cette réalité économique. Cela permet notamment de lui retirer cette charge de consolidation si une position de contrôle est perdue. La problématique demeure toutefois plus claire concernant les sociétés privées, dans lesquelles l'actionnariat est de manière générale plus stable.

1.2 Désignation et révocation de membres de l'organe supérieur de direction et d'administration

- 60 Le législateur reconnaît une seconde hypothèse de contrôle lorsqu'une personne morale « dispose directement ou indirectement du droit de désigner ou de révoquer la majorité des membres de l'organe supérieur de direction ou d'administration »⁹¹. En tant que compétence inaliénable de l'assemblée générale, cette hypothèse est intrinsèquement liée au critère de la majorité des voix⁹². Par ailleurs, ce droit s'exerce à la majorité absolue des voix représentées, ce qui renforce l'argument tendant à considérer ce seuil de majorité comme pertinent en matière de consolidation des comptes⁹³.

89 SCHMID, n° 204; TEUSCHER, n° 393; VON DER CRONE (2020), § 29 n° 2211; PK-GLANZ/ZIHLER, ad art. 963 CO, n° 34.

90 PK-GLANZ/ZIHLER, ad art. 963 CO, n° 34.

91 Art. 963 al. 2 ch. 2 CO.

92 Art. 698 al. 2 ch. 2 CO; art. 703 al. 1 CO.

93 Voir supra n° 54 ss.

Cette hypothèse représente aussi la concrétisation de l'exercice indirect du contrôle par la société contrôlante sur la société contrôlée⁹⁴. Contrairement au droit de vote qui peut être exercé directement par la société contrôlante, une personne morale ne peut pas être membre d'un conseil d'administration⁹⁵. La société contrôlante devra donc être vigilante lorsqu'elle désigne des membres au sein du conseil d'administration de la société contrôlée. Afin de réduire les risques, elle pourrait par exemple nommer ses propres représentants, lesquels sont éligibles à sa place⁹⁶. 61

Mentionnons que dans le contexte des sociétés anonymes, la référence faite aux « organes supérieurs de direction ou d'administration » relève presque d'un pléonasme. Selon l'art. 716a al. 1 ch. 4 CO, la désignation et la révocation des membres de la direction sont des tâches intransmissibles du conseil d'administration. Cette intransmissibilité n'est cependant limitée qu'aux membres supérieurs de la direction. Ainsi, le conseil d'administration peut déléguer à la haute direction le pouvoir de désigner des membres au sein des échelons hiérarchiquement inférieurs⁹⁷. 62

1.3 Le critère de l'influence dominante

La troisième et dernière hypothèse relève de l'exercice d'une influence dominante par la société contrôlante en vertu « des statuts, de l'acte de fondation, d'un contrat ou d'instruments analogues »⁹⁸. Il s'agit là d'une clause générale, dont le but est de tenir compte des situations de contrôle qui échapperaient aux deux hypothèses précédentes. À titre d'exemple, HANDSCHIN propose comme exemple des accords commerciaux permettant à la société contrôlante d'influencer la volonté du conseil d'administration de la société contrôlée⁹⁹. Le message du Conseil fédéral de 2007 relatif à l'entrée en vigueur de l'art. 963 CO faisait pour sa part référence aux trusts¹⁰⁰. 63

94 Voir supra n° 43.

95 Art. 707 al. 3 CO.

96 DE CAPITANI, p. 347, CR CO II-PETER/CAVADINI, ad art. 707 CO, n° 16; HÄNNI, n° 93; ROUILLER/BAUEN/BERNET/LASSERE ROUILLER, n° 450.

97 ATF 128 III 129, JdT 2003 I 10, c. 1.

98 Art. 963 al. 2 ch. 3 CO.

99 HANDSCHIN (2016), n° 938.

100 FF 2008 1407, 1543.

- 64 Le noyau central de cette dernière norme repose toutefois sur la notion d'influence dominante, une notion juridique indéterminée¹⁰¹. Il est donc à présent nécessaire d'en définir les contours.
- 65 La possibilité qu'une société en contrôle une autre sur la seule base d'une clause statutaire, sans détenir une participation à tout le moins majoritaire, est une hypothèse presque illusoire. Il n'est en principe pas possible d'octroyer un droit de désignation statutaire des membres du conseil d'administration¹⁰². Cela irait à l'encontre de l'art. 698 al. 2 ch. 2 CO qui est une norme impérative. La détention d'une majorité des voix en est par ce fait une condition *sine qua non*.
- 66 Une hypothèse soulevée par GLANZ/ZIHLER serait d'orienter explicitement, à la fondation ou au cours de l'exploitation d'une entreprise, le but social en faveur d'une autre société. Cette hypothèse nécessite cependant une base statutaire pour laquelle une des conditions préalables est également de détenir une majorité des voix au sein de la société¹⁰³. De plus, il est question d'une majorité plus stricte que dans les autres hypothèses prévues par l'art. 963 al. 2 CO¹⁰⁴. Si la détermination du but social s'effectue à la fondation, il est fort probable que la personne morale bénéficiaire soit l'unique actionnaire ou du moins fasse partie d'un cercle restreint d'actionnaires de la société contrôlée.
- 67 Une influence dominante peut encore être exercée en vertu d'un contrat. Or, le droit suisse dans son état actuel ne reconnaît pas, contrairement au droit allemand, les groupes contractuels comme une entité unique¹⁰⁵. En droit allemand, ces formes de groupe sont fondées sur un contrat de domination (*Beherrschungsvertrag*) par lequel une société dominante est autorisée à donner des instructions au conseil d'administration d'une société dominée, imposant ce dernier à les respecter¹⁰⁶. Généralement, ces contrats sont accompagnés d'un contrat de transfert de bénéfices partiel ou total¹⁰⁷. Bien qu'il s'agisse d'une pratique reconnue en droit allemand, il n'en est pas

101 BUCHELER, p. 447; CR CO II-TORRIONE/BARAKAT, art. 963 CO, n° 18.

102 Sur le droit des actionnaires minoritaires de désigner des membres du conseil d'administration, voir notamment infra n° 77 ss.

103 PK-GLANZ/ZIHLER, ad art. 963 CO, n° 43.

104 Art. 704 al. 1 ch. 1 CO; AESCHBACH FLOREZ, n° 73.

105 BLANC, p. 29.

106 § 308 AktG.

107 § 291 AktG; RUEDIN, p. 159.

autant en droit suisse. En l'absence d'une réglementation régissant de telles relations, l'exercice d'une influence dominante sous cette forme contractuelle ne peut pas être retenu, car cela contreviendrait aux règles impératives du droit des sociétés¹⁰⁸.

Enfin, une influence dominante en vertu d'un contrat pourrait également être conçue en présence d'un contrat de *joint venture*. Ces contrats concrétisent ce qui peut être qualifié d'entreprise commune, à savoir une coopération entre entreprises¹⁰⁹. Ces contrats peuvent prendre la forme d'une *contractual joint venture*, et incidemment correspondre à une simple coopération, ou d'une *equity joint venture*, dans quel cas une nouvelle société sera fondée afin de concentrer les ressources des cocontractantes¹¹⁰. La problématique de la consolidation se pose particulièrement en présence d'une *equity joint venture*. 68

Lorsque la *joint venture* est paritaire, soit que deux parties au contrat détiennent chacune 50 % des droits de vote dans la société commune, la consolidation doit en principe être exclue de part et d'autre¹¹¹. 69

Il est néanmoins possible de prévoir que nonobstant la parité de la *joint venture*, l'une des cocontractantes dispose d'un pouvoir de décision prépondérant¹¹². Par exemple, une représentation majoritaire au sein du conseil d'administration¹¹³. Dans ce cas, la consolidation entre la société commune et la société dominante dans le cadre du contrat de *joint venture* doit être reconnue¹¹⁴. 70

2. Deux approches pratiques de la notion de contrôle

Il reste encore à clarifier la méthodologie de la norme. Deux interprétations s'opposent à ce sujet. Pour une majorité de la doctrine, les hypothèses de l'art. 963 al. 2 CO établissent une présomption réfragable de contrôle pouvant être réfutée sur la base d'obstacles aussi bien juridiques que fac- 71

108 En particulier l'art. 717 CO; voir à ce sujet BÖCKLI (2022), § 7 n° 6.

109 AESCHBACH FLOREZ, p. 34; RITZ, p. 1.

110 RITZ, p. 1 s.

111 AESCHBACH FLOREZ, p. 35; LAMBERT/RABAEUS/BIRCHER, p. 626; TEUSCHER, n° 142.

112 AESCHBACH FLOREZ, p. 35.

113 AESCHBACH FLOREZ, p. 35.

114 AESCHBACH FLOREZ, p. 35; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, n° 1595.

tuels¹¹⁵. Selon eux, le texte légal lui-même mentionne cette présomption en indiquant qu'« une personne morale est réputée contrôler ». Ainsi, selon LIPP et HANDSCHIN, dans certains cas exceptionnels, la présomption de contrôle peut être réfutée, nonobstant la concrétisation des hypothèses de contrôle¹¹⁶. Cela sera notamment le cas lorsque la société contrôlante détient une majorité des voix, mais qu'elle ne peut pas exercer une influence déterminante sur la gestion¹¹⁷.

- 72 Pour BÖCKLI toutefois, la lettre de la base légale est claire. L'interprétation suivie par la doctrine majoritaire irait par ce fait à l'encontre de la volonté du législateur. Ce dernier, en se détachant de la règle de la direction unique pour une notion de contrôle élargie, aurait voulu très précisément empêcher les sociétés contrôlantes de se départir de leur obligation de consolidation¹¹⁸. Il en est ainsi lorsque la société de contrôle n'exerce pas son pouvoir de gestion quand bien même elle détient la majorité des voix. Encore selon BÖCKLI, les exemples mentionnés par la doctrine ne sont pas des motifs d'exonérations, mais des situations sortant hors du champ d'application de la norme¹¹⁹. Est mentionnée à ce titre, une décision étrangère qui restreint l'exercice du droit de vote au sein de la société en empêchant la personne visée de « disposer » de ses droits¹²⁰. Il est également fait référence aux sociétés acquises à titre d'investissement en capital et donc destinées à la revente, car le Code des obligations ne prévoit pas d'exception à ce sujet¹²¹. Finalement, lorsqu'une société contrôlée tombe en faillite, elle ne peut plus être soumise au contrôle d'une autre société en raison de la présence de liquidateurs. Dans ce cas, celle-ci est également exclue du périmètre de consolidation du groupe¹²².
- 73 Nous sommes de l'avis que l'interprétation retenue par BÖCKLI apparaît plus convaincante que la doctrine majoritaire. Les exemples précités sortent effectivement du champ d'application de la norme interprétée de façon lit-

115 BSK OR II-NEUHAUS/BAUR, art. 963 CO, n° 21; GLANZMANN, n° 37 s.; VISCHER/GALLI, p. 1028; AESCHBACH FLOREZ, n° 71 et 73; BEYELER, p. 91; CHK-LIPP, ad art. 963 CO, n° 26; GLANZMANN, p. 38.

116 CHK-LIPP, ad art. 963 CO, n° 32; HANDSCHIN (2013), n° 940.

117 CHK-LIPP, ad art. 963 CO, n° 32.

118 BÖCKLI (2019), n° 1205.

119 BÖCKLI (2019), n° 1205.

120 BÖCKLI (2019), n° 1205.

121 BÖCKLI (2019), n° 1205.

122 BÖCKLI (2019), n° 1205.

térale, laquelle s'avère être l'approche que ceux-ci privilégient. Pour le surplus, que l'approche suivie relève de la doctrine majoritaire ou de la minoritaire, la finalité pratique demeure la même. Des considérations pratiques ou légales exceptionnelles auront une influence sur l'obligation de consolider les comptes pour la société de contrôle.

Enfin, la doctrine majoritaire, à laquelle nous nous rallions, fait état d'une approche alternative dans laquelle l'obligation de consolidation des comptes est admise lorsqu'une des conditions de l'art. 963 al. 2 CO est remplie¹²³. Or, récemment, VISCHER/GALLI ont proposé une autre interprétation selon laquelle les hypothèses de l'art. 963 al. 2 s'excluraient entre elles¹²⁴. Comme cette théorie est la première élaborée afin de contester la méthode jusqu'à présent reconnue, celle-ci est abordée plus en détail ci-dessous.

74

2.1 L'approche en cascade

L'approche en cascade, part du principe que le contrôle peut être le fait d'autres circonstances que la majorité des voix. Selon ses créateurs, ce qui est pertinent lorsqu'il est question de contrôle est de savoir qui contrôle réellement la volonté de la société¹²⁵. En réalité, VISCHER/GALLI, par leur proposition, cherchent à mettre en avant le fait que la société peut parfois être plus influencée par d'autres acteurs qu'un actionnaire majoritaire¹²⁶. Afin d'introduire leur théorie, les auteurs donnent l'exemple d'un bailleur de fonds important, typiquement une banque, qui se verrait octroyer un droit de désigner les membres du conseil d'administration¹²⁷. Dans ce cas, l'actionnaire majoritaire n'exerce pas réellement le contrôle puisqu'il revient à un tiers de désigner les personnes qui s'occuperont de la gestion. Essentiellement, cette approche relativise la primauté, jusqu'à présent reconnue, de la majorité des voix.

75

L'approche en cascade débute par une analyse de la condition de la majorité des voix. Contrairement à l'approche alternative, l'analyse ne s'arrête pas à ce stade. Il faut encore regarder si successivement une autre personne

76

123 Voir infra n° 87 ss.

124 Voir infra n° 75 ss.

125 VISCHER/GALLI, p. 1031.

126 VISCHER/GALLI, p. 1031.

127 VISCHER/GALLI, p. 1031; qui soulèvent également cet exemple sans pour autant reconnaître une approche en cascade, PK-GLANZ/ZIHLER, ad art. 963 CO, n° 50.

peut désigner ou révoquer une majorité des membres du conseil d'administration et de la haute direction ou exercer une influence dominante sur la société d'une autre manière¹²⁸. Si aucune autre hypothèse n'est remplie, la personne morale au profit d'une majorité des voix sera réputée exercer le contrôle¹²⁹. Au contraire, si une autre personne morale peut désigner et révoquer les membres du conseil d'administration et de la haute direction, ce sera elle qui sera réputée avoir le contrôle. Enfin, si une autre personne morale peut exercer une influence dominante sur la société contrôlée, ce sera cette dernière qui sera réputée avoir le contrôle de la société¹³⁰. Finalement, ce dernier critère, lui, ne pourra pas être réfuté. VISCHER/GALLI considèrent en effet qu'en réalité ce dernier critère est la concrétisation la plus fidèle d'une position de contrôle¹³¹.

- 77 Cette approche méconnaît la relation que les ch. 1 et 2 de la norme entretiennent. Comme cela a été relevé précédemment, la désignation et la révocation du conseil d'administration demeurent des droits inaliénables de l'assemblée générale¹³². De ce fait, une situation où une société aurait à la fois un actionnaire de contrôle et un autre actionnaire, par conséquent minoritaire, au profit d'un droit de désignation et de révocation de la majorité des membres du conseil d'administration serait difficilement concevable.
- 78 Une argumentation basée sur les avantages particuliers¹³³ ou sur les actions privilégiées¹³⁴ pourrait être formulée en faveur de l'approche soutenue par VISCHER/GALLI. Celle-ci fait cependant défaut à plusieurs échelons.
- 79 Les avantages particuliers sont des droits, nécessairement *ad personam*, pouvant être attribués aussi bien à la constitution que lors d'une augmentation du capital-actions¹³⁵. Selon le texte légal, les bénéficiaires de ces droits peuvent être aussi bien des fondateurs que « d'autres personnes »¹³⁶. Le champ des bénéficiaires ne se limite donc pas aux seuls actionnaires de la

128 VISCHER/GALLI, p. 1030.

129 VISCHER/GALLI, p. 1030.

130 VISCHER/GALLI, p. 1030.

131 VISCHER/GALLI, p. 1030.

132 Art. 698 al. 2 ch. 2 CO; voir également supra n° 60 ss.

133 Art. 636 CO. L'art. 628 al. 3 aCO est transposé sans modification au nouvel art. 636 CO dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme de 2020.

134 Art. 654 et 656 CO.

135 Art. 650 al. 2 ch. 6 CO.

136 BÖCKLI (2022), § 1 n° 235; PETER/JACQUEMET (2017), p. 446; BSK OR II-SCHENKER, ad art. 628 CO, n° 14 et 17; CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, ad art. 628 CO, n° 17.

société¹³⁷. Une partie de la doctrine conçoit que les avantages particuliers puissent octroyer des droits sociaux à leur bénéficiaire, et ce malgré leur nature essentiellement pécuniaire que leur reconnaît l'art. 636 CO¹³⁸.

Une certaine liberté créative étant laissée à la société dans la forme que 80
peuvent revêtir de tels droits, PETER/JACQUEMET abordent la possibilité d'octroyer un droit de représentation au conseil d'administration au sens de l'art. 709 al. 2 CO¹³⁹. Dans l'hypothèse d'une telle construction juridique, le bénéficiaire des avantages particuliers ne tomberait tout de même pas dans le champ d'application de l'art. 963 al. 2 ch. 2 CO.

Déjà dans son message de 1983, le Conseil fédéral indiquait au sujet 81
l'art. 709 CO que le but principal de la norme était de protéger certaines catégories d'actionnaires différenciées par la situation particulière de leurs intérêts¹⁴⁰. Il était donc question d'octroyer à certains groupes d'actionnaires un droit de représentation au sein du conseil d'administration, en dépit d'un manque d'assise décisionnelle au sein de l'assemblée générale¹⁴¹. L'art. 709 CO, encore à ce jour, permet donc à certains groupes d'actionnaires sous-représentés de soumettre des propositions de nomination au conseil d'administration. L'assemblée générale devant y donner suite si aucun juste motif ne s'y oppose¹⁴².

Toutefois, la protection de ces « minorités » ne peut pas s'opérer au détri- 82
ment des règles fondamentales du droit de la société anonyme et plus particulièrement du principe de la majorité.

BÖCKLI, dans une hypothèse différente, cite à cet effet l'exemple d'une clause 83
instaurant un « quorum minoritaire » pour la prise de décisions. Celle-ci reviendrait, outre les situations où la loi le prévoit expressément, à ôter à la majorité la capacité de participer à la prise de décisions en premier lieu¹⁴³.

Dans une approche semblable à celle présentée par BÖCKLI, un droit de 84
désignation ou de révocation portant sur la majorité des membres du

137 PETER/JACQUEMET (2017), p. 446.

138 PETER/JACQUEMET (2017), p. 446; sur les exemples de droits patrimoniaux ou d'essence pécuniaire reconnus, voir BSK OR II-SCHENKER, ad art. 628 CO, n° 15; CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, ad art. 628 CO, n° 17 ss.

139 PETER/JACQUEMET (2017), p. 447.

140 FF 1983 II 757, 945.

141 BSK OR II-WERNLI/RIZZI, ad art. 709 CO, n° 11.

142 BSK OR II-WERNLI/RIZZI, ad art. 709 CO, n° 11; MUSTAKI/URBEN, p. 122 s.

143 BÖCKLI (2022), § 8 n° 550 et nbp 1718.

conseil d'administration viole le droit intransmissible de l'assemblée générale à la nomination des membres du conseil d'administration. Elle dépasse également le champ de la norme visant à « protéger des minorités » au sein de la société et non pas à leur permettre de dominer cette dernière¹⁴⁴.

- 85 Concernant les actions privilégiées, dont le privilège est lié au titre et non pas à la personne, une partie de la doctrine admet également de pouvoir octroyer des privilèges non financiers¹⁴⁵. Dans quel cas, le raisonnement soutenu ci-dessus est appliqué *mutatis mutandis*.
- 86 Finalement, l'approche en cascade apporte comme conclusion qu'une influence dominante prime sur les deux autres hypothèses de contrôle en tant que critère décisif. Toutefois, il est difficile de concevoir une application pratique de cette interprétation. Comme expliqué précédemment, l'exercice d'une influence dominante sur la base d'une clause statutaire, d'un acte de fondation ou d'un contrat est difficilement concevable sans que le bénéficiaire détienne la majorité, voire l'intégralité, des voix au sein de la société débitrice¹⁴⁶.

2.2 L'approche « alternative »

- 87 L'autre approche préconisée par la doctrine est qualifiée d'approche alternative. Suivant celle-ci, les trois hypothèses de contrôle s'analysent indépendamment sans pour autant en exclure le cumul¹⁴⁷. Il s'agit d'une vision pragmatique de la notion de contrôle, laquelle peut être le résultat d'un motif unique, mais aussi, souvent, le cumul de plusieurs fondements de contrôle.
- 88 La majorité des voix, naturellement, demeure le critère principal, car elle reflète une forme de contrôle symbolique en pratique. En effet, les deux autres hypothèses de contrôle sont, en principe, intimement liées à l'exercice du droit de vote au sein de la société¹⁴⁸. À ce titre, GLANZMANN relève à raison que la nomination et la révocation de la majorité des membres du conseil d'administration sont des compétences inaliénables de l'assemblée générale¹⁴⁹. De ce fait, cette hypothèse est intimement liée à l'exercice d'une

144 BENOÎT, p. 289; TRIGO TRINDADE, p. 105.

145 PETER/JACQUEMET (2017), p. 444; ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 654-656 CO, n° 10.

146 AESCHBACH FLOREZ, n° 71 et 73; BEYELER, p. 91.

147 AESCHBACH FLOREZ, n° 60; BSK OR II-NEUHAUS/BAUR, ad art. 963 CO, n° 28 s.; GLANZMANN, p. 37 s.; INGOLD, p. 233.

148 Voir supra n° 60 ss et 63 ss.

149 GLANZMANN, p. 38.

majorité des voix représentées et ne peut donc pas réalistiquement être envisagée sans elle¹⁵⁰. Il en va de même de l'exercice d'une influence dominante. À raison selon nous, GLANZMANN retient encore que les accords de domination, puisqu'ils visent à contrôler la prise des décisions, entrent généralement en conflit avec les attributions intransmissibles du conseil d'administration¹⁵¹. Par conséquent, le contrôle, dans une telle situation, sera aussi fondé sur la détention d'une majorité des voix.

Pour ces raisons, la plupart des auteurs s'accordent pour affirmer que les deux autres hypothèses de l'art. 963 al. 2 CO ne se conçoivent que très difficilement en l'absence d'une détention préalable de la majorité des voix par le bénéficiaire des droits¹⁵². Celles-ci ont donc en réalité principalement pour vocation de réaffirmer un contrôle fondé sur une majorité des droits de vote que de le réfuter. L'approche alternative paraît donc plus juste d'un point de vue aussi bien pragmatique que théorique.

II. En droit fiscal – les restructurations intragroupes et la taxe sur la valeur ajoutée

L'approche fiscale connaît divers points de rattachement à la notion de contrôle sous l'empire de l'ancien droit comptable. Le nouvel art. 963 CO peut tout de même servir à interpréter celle-ci¹⁵³. Le régime fiscal se distingue des autres domaines étudiés par la nécessité, encore à ce jour, d'une direction unique¹⁵⁴. En effet, la reconnaissance d'une situation de contrôle permet aux assujettis d'opérer en neutralité fiscale au sein d'un groupe de sociétés. L'interprétation de l'administration fiscale est donc naturellement plus étroite que dans les autres domaines analysés, ces derniers imposant une obligation. Ce chapitre met ainsi en lumière un régime se faisant de plus en plus rare, où l'interprétation du contrôle est particulièrement restreinte. Toutefois, nombreux sont les cas où une situation de contrôle pourrait être admise aussi bien en droit fiscal que dans d'autres domaines.

150 GLANZMANN, p. 38.

151 Art. 716a al. 1 CO; GLANZMANN, p. 38.

152 AESCHBACH FLOREZ, n° 71 et 73; BEYELER, p. 91; BSK OR II-NEUHAUS/BAUR, ad art. 963 CO, n° 15 CHK-LIPP, ad art. 963 CO, n° 26; GLANZMANN, p. 38.

153 CAMENZIND/HONAUEER/VALLENDER/JUNG/PROBST, p. 217 s.; PROD'HOM, p. 222.

154 SCHWAB, n° 977.

1. En matière d'impôts directs – les restructurations intragroupes

- 91 La notion de contrôle est également retrouvée en matière d'impôts directs aux art. 61 al. 3 LIFD et 24 al. 3^{quater} LHID qui traitent des opérations de restructurations au sein d'un groupe pouvant être opérées en neutralité fiscale.
- 92 L'approche fiscale reconnaît un contrôle en cas de détention d'une majorité des voix ou par toute « autre manière » permettant de l'atteindre¹⁵⁵. La LIFD et la LHID n'ayant pas été modifiées lors de l'entrée en vigueur de l'art. 963 CO, le contrôle, encore inspiré par l'art. 663e aCO, demeure présumé uniquement en présence d'une direction unique¹⁵⁶. Nous renvoyons à ce titre aux considérations développées précédemment en droit comptable en matière de direction unique¹⁵⁷. Le changement de régime opéré en droit comptable a ainsi contribué à créer une distorsion dans l'interprétation homogène connue jusqu'alors entre le droit fiscal et le droit comptable¹⁵⁸.
- 93 L'Administration fédérale des contributions (AFC), dans sa pratique, ne distingue pas clairement entre la notion générale de contrôle et la réunion des sociétés sous une direction unique, contrairement au droit comptable. Selon sa circulaire n° 5, elle reconnaît que la direction unique est admise en cas de détention d'une participation majoritaire dans la société, sans en requérir l'exercice effectif requis sous l'ancien droit comptable¹⁵⁹. Or, ce dernier critère fonde toute la particularité de la notion. En conséquence, l'assujetti devra faire preuve de vigilance et ne pas confondre l'approche fiscale à l'approche comptable. Toutefois, dans la grande majorité des cas, la présomption du contrôle connue en droit comptable devrait s'entremêler à une pratique fiscale similaire¹⁶⁰. Certaines exceptions demeurent, à savoir les cas de détentions à des fins de placement ou les sociétés holding qui étaient pointés du doigt par le législateur lorsque celui-ci a décidé de modifier le régime comptable¹⁶¹.

155 Art. 61 al. 3 LIFD et 24 al. 3^{quater} LHID.

156 ATF 138 II 557, c. 7.4; SHK FusG-KOCH, ad art. 61 LIFD, 24 al. 3 LHID et 24 al. 3^{quater} LHID, n° 79 ss; SHK FusG-KUMSCHICK, ad art. 61 LIFD, 24 al. 3 LHID et 24 al. 3^{quater} LHID, n° 60.

157 Voir supra n° 45 s.

158 PHILIPPIN, p. 87; ROUILLER/BAUEN/BERNET/LASSERE ROUILLER, n° 1231 et note de bas de page citée 2525.

159 Art. 663e aCO; Circulaire AFC n° 5, § 4.5.2.3.

160 ROUILLER/BAUEN/BERNET/LASSERE ROUILLER, n° 1231 et nbp 2525.

161 Voir supra n° 45 s.

94 Finalement, les art. 61 al. 3 LIFD et 24 al. 3^{quater} LHID et la circulaire n° 5 de l'AFC mentionnent explicitement que la direction unique ne peut être exercée que par des sociétés de capitaux ou sociétés coopératives¹⁶². Le législateur et l'administration fiscale donnent donc l'apparence que la possibilité de bénéficier de régimes fiscaux de groupe est conditionnée à une obligation de consolidation des comptes et réservée à une certaine catégorie de sociétés.

95 Cette interprétation est contestée par GLAUSER/OBERSON qui voient en ces bases légales un renvoi exprès à la notion de groupe et non pas à l'obligation de consolidation qui n'en est que la conséquence légale¹⁶³. Notre Haute Cour a sur ce point tranché le débat dans un arrêt publié de 2012. Celle-ci a repris l'argumentation de la doctrine concernant le manque d'utilité pratique qu'une limitation de ce régime préférentiel aux seuls groupes de sociétés contrôlés par des sociétés de capitaux et sociétés coopératives aurait¹⁶⁴. Les groupes dominés par une personne morale d'un autre type que celle d'une société de capitaux ou d'une société coopérative, notamment une fondation, peuvent donc bénéficier de ce régime préférentiel également¹⁶⁵.

2. En matière d'impôts indirects – la taxe sur la valeur ajoutée

96 Le sort réservé aux groupes dans le contexte de l'impôt direct est dans une certaine mesure identique au régime prévu concernant les impôts indirects¹⁶⁶. Il en découle ainsi, par exemple, de l'art. 13 al. 1 LTVA qui prévoit une imposition de groupe pour les différentes entités réunies sous une direction unique¹⁶⁷. Cette possibilité permet donc au « groupe d'imposition » d'être traité comme un sujet fiscal unique, avec pour principal avantage d'opérer des transactions intragroupes sans incidence fiscale¹⁶⁸.

97 Le législateur, en matière de TVA, a établi une norme équivalente à la LIFD et la LHID. L'art. 15 OTVA retient que la direction unique est présumée

162 Art. 61 al. 3 LIFD; art. 24 al. 3^{quater} LHID; Circulaire AFC n° 5, § 4.5.2.3; dans ce sens GRETER, p. 958; SHK-KUMSCHICK, ad art. 61 LIFD, 24 al. 3 LHID et 24 al. 3^{quater} LHID, n° 60.

163 Commentaire LFus-GLAUSER/OBERSON, ad art. 61 LIFD, n° 42.

164 ATF 138 II 557, c. 7.4 et 7.5.

165 ATF 138 II 557, c. 7.5.

166 À titre d'exemple, les restructurations intragroupes au sens de l'art. 61 al. 3 LIFD sont exonérées du droit de timbre selon l'art. 14 al. 1 let. j LT.

167 Art. 13 al. 1 LTVA.

168 Art. 13 al. 1 LTVA et 15 OTVA; TF, 2C_962/2018, c. 3; PROD'HOM, p. 221 s.

lorsque le « comportement d'une entité est contrôlé ». Le législateur renvoie dès lors clairement à l'influence que les assujettis doivent avoir sur le comportement de la société contrôlée. L'interprétation de l'art. 15 OTVA, à l'image du régime prévu en matière d'impôts directs, coïncide donc avec l'interprétation faite de la direction unique dans l'ancien droit comptable¹⁶⁹.

- 98 Le régime applicable en matière de TVA étant également fondé sur la notion de direction unique, nous renvoyons *mutatis mutandis*, pour le surplus, aux considérations relevées précédemment en matière d'impôts directs¹⁷⁰.
- 99 Le droit fiscal apparaît dès lors plus strict dans son approche de la notion de contrôle. Cette étroitesse se justifie par le fait que la conséquence fiscale est un droit d'opérer des transactions en neutralité fiscale. De ce fait, aussi bien le législateur que l'AFC conservent un intérêt à édicter des règles plus strictes afin d'éviter des abus de la part des assujettis.

III. En droit de la concurrence

- 100 La notion de contrôle est également un sujet récurrent en matière de droit de la concurrence. La Loi sur les cartels aborde cette problématique dans le contexte de deux hypothèses de concentration.
- 101 La première hypothèse relève des fusions au sens de la LFus¹⁷¹. La seconde hypothèse, quant à elle, est une clause générale qui englobe « toutes autres opérations » par lesquelles une personne morale acquiert le contrôle d'une société par la prise d'une participation au capital ou par tout autre moyen¹⁷². À ce titre, il est intéressant de relever que le champ d'application de la réglementation en vigueur ne limite pas la notion de contrôle aux seules entreprises dans leur ensemble, mais aussi à des parties de celles-ci¹⁷³.
- 102 Enfin, le législateur a complété ce régime dans son ordonnance sur les concentrations d'entreprises. Celle-ci tient compte également des créations d'entreprises par plusieurs acteurs et des acquisitions en commun,

169 PROD'HOM, p. 221 s.; contra: ROUILLER/BAUEN/BERNET/LASSERE ROUILLER, n° 1153 et note de bas de page citée n° 2458 qui considèrent que l'art. 15 OTVA transpose l'interprétation faite de l'art. 963 CO.

170 Voir supra n° 91 ss.

171 Art. 4 al. 3 let. a LCart.

172 Art. 4 al. 3 let. b LCart et art. 1 OCCE.

173 Art. 4 al. 3 let. b LCart; CR Droit de la concurrence-VENTURI/FAVRE, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 20.

lesquelles sont qualifiées par le législateur d'entreprises communes¹⁷⁴. La réglementation s'appliquant *mutatis mutandis* à ces alternatives, nous n'effectuerons pas de distinction.

Dans le cadre du présent chapitre, l'analyse se limitera la notion de concentration au sens des art. 4 al. 3 let. b LCart et 1 OCCE. Ces normes prévoient une réglementation à deux volets. Un premier en la forme d'une clause spéciale qui appréhende la détention d'une participation majoritaire¹⁷⁵. Le second est concrétisé par une clause générale qui reconnaît un contrôle « par tout autre moyen »¹⁷⁶. L'analyse est donc double, soit une première vérification formelle du cas d'espèce à laquelle supplée une vérification factuelle¹⁷⁷. 103

Dans une interprétation analogue à l'art. 963 CO, l'exercice effectif du contrôle, à savoir le critère d'une direction unique, n'est pas pertinent en la matière¹⁷⁸. Une acquisition peut donc être qualifiée de concentration par la seule possibilité d'exercer un contrôle¹⁷⁹. 104

1. La détention d'une participation au capital

La première présomption de concentration, la détention d'une participation au capital, s'interprète essentiellement comme en droit comptable et fiscal. 105

Comme le relève SÜSLÜ, le droit de la concurrence n'opère pas de distinction explicite entre une acquisition dite active ou passive¹⁸⁰. Le critère de distinction se fonde sur la volonté de l'acquéreur à acquérir une entreprise. Une acquisition sera active lorsque l'acquéreur prend part activement à l'acquisition, par exemple en achetant des actions. Une acquisition sera passive lorsque l'acquéreur n'a pas d'influence sur l'opération, il s'agit 106

174 Art. 2 OCCE.

175 Art. 1 OCCE.

176 Art. 1 OCCE.

177 KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 76 s.; CR Droit de la concurrence-VENTURI/FAVRE, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 83.

178 VENTURI, p. 78.

179 KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 79 s.; OFK Wettbewerbsrecht I-BORER, ad art. 4 LCart, n° 30; SHK KG-KÖCHLI/REICH, ad art. 4 LCart, n° 53; ZÄCH, n° 722.

180 KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 118 s.

notamment des acquisitions résultant d'un héritage ou du départ d'un autre actionnaire¹⁸¹.

- 107 Bien que la réglementation s'applique sans équivoque à une acquisition active, la question demeure ouverte pour les acquisitions passives. Pour justifier son avis, SÜSLÜ propose de s'inspirer des développements au niveau européen afin de s'opposer à une intervention de la Commission. Selon cette auteure, une acquisition passive octroie la faculté de contrôler sans pour autant nécessairement l'exercer. Dès lors, soumettre les acquisitions passives à un contrôle de la Commission outrepasserait la volonté du législateur¹⁸².
- 108 Selon l'opinion exprimée dans le cadre de ce travail, l'exemption proposée faillit pour deux principales raisons. Premièrement, car celle-ci contrevient au principe énoncé précédemment selon lequel l'exercice effectif du contrôle n'est pas un critère pertinent lorsque la COMCO procède à une analyse¹⁸³.
- 109 Secondement, car cet argument contrevient au dispositif légal en vigueur. Le droit de la concurrence tente de préserver une concurrence saine sur le marché¹⁸⁴. À cette fin, la réglementation en vigueur soumet les assujettis à un régime d'autorisation. Or, la réglementation ne prévoit ni un régime d'exemptions ni un régime d'exceptions, la problématique n'ayant pas été relevée par le Conseil fédéral dans son message de 1994 sur la LCart. Pour ces raisons, nous retenons également ce refus de légiférer comme un silence qualifié de la part du législateur.
- 110 Enfin, le calcul des seuils de participation déterminants s'effectue, similairement à d'autres domaines du droit, en proportion du droit de vote et non pas du capital¹⁸⁵. Il est ainsi également question d'un objectif semblable, à savoir la nécessité de tenir compte de structures actionnariales atypiques à l'image d'un régime d'actions à droit de vote privilégié. Finalement, le texte légal est clair en matière de détentions directes et indirectes. Celui-ci assi-

181 KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 118 s.

182 KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 118 s.

183 Danscesens, BSK KG-REINERT/VISCHER, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 136 ss; OFK Wettbewerbsrecht II-WEBER/RIZVI, ad art. 1 OCCE, n° 6 ss; DPC 2004/2, p. 525 ss, par. 4; CR Droit de la concurrence-VENTURI/FAVRE, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 88.

184 Art. 1 LCart; PETER/DUVOISIN, p. 335; PETITPIERRE-SAUVIN, p. 13; STOFFEL, p. 81 s.

185 KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 130 s.

mille les détentions par l'intermédiaire de filiales aux détentions en mains propres dans l'analyse d'une concentration¹⁸⁶.

1.1 Les participations majoritaires et minoritaires

La LCart et l'OCCE ne définissent pas concrètement le seuil de détention à partir duquel le contrôle peut être présumé. Il revient dès lors à la doctrine, et plus encore à la COMCO, de se prononcer sur les seuils et critères pertinents. À cette fin, il est distingué, avec un certain pragmatisme, selon que la société contrôlante détienne une majorité ou une minorité de participations dans la société contrôlée¹⁸⁷. 111

La première hypothèse est donc de détenir une participation majoritaire. Sans réelle surprise, le seuil de référence est fixé à la majorité absolue des voix émises¹⁸⁸. Le franchissement de ce seuil établit une présomption réfragable de contrôle, qu'il est possible de réfuter lorsque des circonstances concrètes empêchent son établissement. Cela sera notamment le cas lorsque les statuts prévoient une majorité plus importante, par exemple qualifiée, afin de prendre des décisions stratégiques et opérationnelles essentielles¹⁸⁹. 112

La seconde hypothèse se rapporte à la détention d'une participation minoritaire. Le Conseil fédéral faisait déjà référence à cette situation dans son message de 1994. Il y mentionnait le cas des sociétés cotées dont une participation de l'ordre de 20 à 30 % des droits de vote pouvait mener à un contrôle de fait selon les taux de représentation aux assemblées générales¹⁹⁰. Dans ce contexte, certains auteurs relèvent que l'établissement d'un contrôle de fait dans une société cotée doit revêtir un caractère durable¹⁹¹. Ainsi, REINERT/VISCHER, en s'inspirant de la pratique européenne, propose l'élaboration d'un « test de contrôle » à partir duquel la participation des actionnaires à l'assemblée générale est analysée sur les trois dernières années. Si la partici- 113

186 Art. 4 al. 3 let. b LCart.

187 OFK Wettbewerbsrecht I-BORER, ad art. 4 LCart, n° 36 ss; SHK KG-KÖCHLI/REICH, ad art. 4 LCart, n° 55; CR Droit de la concurrence-VENTURI/FAVRE, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 108 s.

188 FF 1995 I 472, 548; SHK KG-KÖCHLI/REICH, ad art. 4 LCart, n° 55; ZACH, n° 724.

189 KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 131 s., qui mentionne la réglementation européenne en la matière qui prévoit la prise en compte de ces critères dans le cadre des participations majoritaires.

190 FF 1995 I 472, 548 s.

191 CR Droit de la concurrence-VENTURI/FAVRE, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 110; BSK KG-REINERT/VISCHER, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 172 ss; OFK Wettbewerbsrecht I-BORER, ad art. 4 LCart, n° 36.

pation minoritaire d'un actionnaire suffit à lui assurer la majorité des voix représentées durant ce laps de temps, alors un contrôle de fait est admis¹⁹². Cette théorie a pour avantage de légitimer une situation de contrôle qui ne serait autrement pas reconnue. Enfin, la condition temporelle proposée demeure suffisamment restrictive afin d'éviter des abus dans l'application de celle-ci. Pour ces raisons, nous rallions REINERT/VISCHER dans le cadre de cet ouvrage.

1.2 Les droits d'options

- 114** Le droit de la concurrence ne tient pas compte des droits d'options, outre certaines exceptions. La COMCO, dans sa pratique désormais établie, souligne que seules doivent être prises en compte les circonstances juridiques et factuelles connues et certaines lors de la notification faite à la Commission¹⁹³. De cette affirmation, il en est déduit que les droits d'options, dont l'exercice n'est pas certain, ne doivent pas être pris en compte lors du calcul de la part de participation détenue¹⁹⁴.
- 115** Une réserve est tout de même retenue par la doctrine. Celle-ci soutient qu'il faut tenir compte des droits d'options lorsque leur exercice est subordonné à un accord juridiquement contraignant dont le terme d'exécution est d'ores et déjà fixé¹⁹⁵. Dans ce cas, malgré le fait que le droit d'option n'ait

192 BSK KG-REINERT/VISCHER, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 173 ss qui relèvent que ce critère conserve une importance bien que la direction générale de la concurrence européenne dans certains cas ait admis un contrôle de fait sans qu'une majorité des voix représentées ait été présente durant les trois dernières années; dans ce sens KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 133. Sans aborder la possibilité d'un test de contrôle, mais retenant la possibilité d'un contrôle de fait, OFK Wettbewerbsrecht I-BORER, ad art. 4 LCart, n° 35 s.; OFK Wettbewerbsrecht II-WEBER/RIZVI; ad art. 1 OCCE, n° 15. La COMCO ne fait pas usage de cet examen en l'état actuel de sa pratique, mais tend à une interprétation similaire comme le démontre DPC 2009/1, p. 85 ss, par. 10 reconnaissant un contrôle de fait lorsqu'une étude de la représentation actionnariale conclut à l'influence déterminante d'un actionnaire détenant une participation minoritaire. L'admission d'un contrôle de fait par la COMCO est notamment retrouvée dans les affaires suivantes: DPC 2002/2, p. 339 ss, par. 7 ss (40% des droits de vote); DPC 2008/3, p. 412 ss, par. 1 (35,52% des droits de vote); DPC 2004/2, p. 525 ss, par. 4 (34% des droits de vote).

193 DPC 2013/1, p. 81 ss, par. 8; DPC 2005/2, p. 313 ss, par. 26 s.; DPC 1998/1, p. 95 ss, par. 13.

194 BSK KG-REINERT/VISCHER, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 202 ss; KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 140 ss.

195 Kommentar KG-DUCREY/DROLSHAMMER, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 109; BSK KG-REINERT/VISCHER, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 208; KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 142.

pas encore été exécuté, la COMCO devrait le comptabiliser, car la certitude de son exercice est établie¹⁹⁶.

2. Autres critères de concentration

Outre la détention de participations, d'autres critères peuvent être pris en compte afin de constater l'existence d'une concentration¹⁹⁷. Un premier consiste à déceler des indices supplémentaires qui pointeraient vers une domination de la société par le détenteur d'une participation minoritaire. À cette fin, un droit statutaire de veto, la faculté de désigner et révoquer des membres de la direction ou encore l'existence d'une convention d'actionnaires seront des critères pertinents selon la doctrine¹⁹⁸. 116

Une seconde voie retenue est de s'intéresser aux autres relations qui permettent d'établir une relation de contrôle, outre la détention d'une participation. L'analyse porte dans ce cas sur une appréciation des relations contractuelles qui lient les parties entre elles, ainsi que des cessions d'entreprises ou parties d'entreprises opérées entre les sociétés¹⁹⁹. Comme le relève STOFFEL, ce volet de conditions se fonde sur l'analyse des liens de dépendance structurelle entre les sociétés²⁰⁰. Dès lors, une relation de dépendance établie aussi bien par un demandeur qu'un fournisseur pourra être qualifiée, selon son intensité, de concentration aux yeux de la réglementation en vigueur²⁰¹. 117

Lors de l'appréciation d'autres critères de concentration, la COMCO doit également se prononcer sur le caractère durable de ces mesures²⁰². Pour ce faire, il faut que celles-ci octroient une influence sur les opérations de la société contrôlée assimilable à la détention de participations, et donc apte à influencer une concurrence saine sur le marché²⁰³. 118

196 Kommentar KG-DUCREY/DROLSHAMMER, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 109; BSK KG-REINERT/VISCHER, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 208; KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 142.

197 Art. 1 let. b OCCE.

198 KG Kommentar-SÜSLÜ, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 137 s.; CR Droit de la concurrence-VENTURI/FAVRE, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 114.

199 DPC 2005/1, p. 171 ss, par. 1 ss; DPC 2003/4, p. 778 ss, par. 2; DPC 1997/2, p. 181 ss, par. 23 s.

200 STOFFEL, p. 78 s.

201 STOFFEL, p. 78 s.

202 Kommentar KG-DUCREY/DROLSHAMMER, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 122.

203 Kommentar KG-DUCREY/DROLSHAMMER, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 122.

IV. *En droit boursier*

- 119 La réglementation financière s'intéresse également à la notion de contrôle. Le cadre de l'analyse est toutefois limité aux sociétés cotées. La notion de contrôle est retrouvée dans la réglementation portant sur les offres publiques d'acquisition et en matière d'annonce des participations importantes.
- 120 Selon l'art. 135 al. 1 LIMF, « quiconque, directement ou de concert avec des tiers, acquiert des titres de participation qui, ajoutés à ceux qu'il détient, lui permettent de dépasser le seuil de 33⅓ % des droits de vote, pouvant être exercés ou non, de la société visée doit présenter une offre portant sur tous les titres de participation cotés de cette société ». La LIMF construit sur cette base un mécanisme fondé sur deux piliers.
- 121 La publicité des participations constitue le premier pilier et répond à une nécessité de transparence²⁰⁴. Elle instruit une obligation pour les participants au marché de déclarer leurs participations à partir de 3 % des droits de vote²⁰⁵. À cela s'ajoute, dans un second temps, l'obligation de présenter une offre lorsque le droit de vote est suffisamment important pour présumer une influence déterminante sur la prise de décisions au sein de la société²⁰⁶.
- 122 De prime abord, le seuil fixé à l'art. 135 al. 1 LIMF apparaît comme étrangement rigide en comparaison à d'autres domaines du droit. Néanmoins, la fixation d'un seuil matériel permet d'assurer une prévisibilité juridique pour les participants. Ceux-ci peuvent investir en toute connaissance des limites et règles imposées en cas de dépassement du seuil de 33⅓ % des droits de vote.
- 123 La fixation, par le législateur, d'un seuil inférieur à 50 % des droits de vote n'est au demeurant pas anodine. Le Conseil fédéral, à l'étape de l'élaboration du projet de l'aLBVM en 1993, le relevait déjà en ce qui concerne les sociétés cotées. Selon lui, ces dernières pouvaient être contrôlées par des actionnaires détenant une participation inférieure au seuil de 50 % des droits de vote jusque-là reconnu²⁰⁷. Encore de nos jours, le taux de représentation

204 FF 2014 7235, 7334; FF 1993 I 1269, 1280; DARBELLAY/SAMB, p. 430; KARAMETAXAS, p. 90; PETER/BOVEY, n° 64 s.

205 Art. 120 al. 1 LIMF.

206 Art. 135 al. 1 LIMF.

207 FF 1993 I 1269, 1317; voir également THÉVENOZ/ROOS (2011), p. 621, sur la diminution dans les 25 dernières années du nombre de sociétés cotées dont un actionnaire unique ou groupe d'actionnaires détient une participation supérieure à 50 % du droit de vote.

aux assemblées générales des sociétés cotées évolue aux alentours de 67 % des droits de vote émis²⁰⁸. Ce seuil reflète fidèlement une balance des intérêts qui avait dû être opérée par le législateur. D'une part, un besoin d'apporter aux participants une interprétation pragmatique au plus proche des considérations économiques du marché, à savoir une notion de contrôle en phase avec la participation actionnariale des sociétés cotées. D'autre part, le choix d'un seuil formel plutôt qu'une définition plus large du contrôle qui permet une prévisibilité nécessaire pour les participants.

En se fondant sur cette prémisse, un seuil abaissé à 33⅓ % apparaît justifié et dévoile une notion à l'apparence formaliste qui s'avère finalement dégager un certain pragmatisme de la part du législateur. Au demeurant, ce seuil, lors de l'élaboration de l'aLBVM, coïncidait avec les projets de réglementations européennes en la matière²⁰⁹. Un régime relativement similaire est retrouvé dans la Directive européenne 2004/25 CE fixant un cadre à partir duquel les États membres peuvent déterminer eux-mêmes un seuil pertinent²¹⁰. Ainsi, à titre d'exemple, les droits anglais, allemand et italien reconnaissent un seuil de déclenchement de l'offre à partir de 30 % des droits de vote²¹¹. Le droit français, quant à lui, connaît un seuil fixé à 30 % du capital ou des droits de vote²¹².

Toutefois, le droit boursier permet aux sociétés cotées d'aménager le régime qui leur est applicable sans trop d'inconvénients. Une première possibilité est l'adoption d'une clause d'*opting-up*. Dans quel cas, le seuil déclencheur d'une offre publique d'acquisition peut être relevé jusqu'à 49 % des droits de vote²¹³. Le nouveau seuil de référence se rapproche ainsi étroitement de la majorité formelle.

La seconde possibilité revient à supprimer l'obligation de déclencher une offre par l'inscription dans les statuts d'une clause d'*opting-out*²¹⁴. Ici, en cas de dépassement du seuil déclencheur de l'offre obligatoire, l'actionnaire ne

208 ETHOS (2019), p. 3; ETHOS (2018), p. 3; ETHOS (2016), p. 10.

209 FF 1993 I 1269, 1317.

210 L'art. 5 par. 1 Directive 2004/25/CE se tient à une définition large en mentionnant « un pourcentage déterminé de droits de vote dans cette société lui donnant le contrôle de cette société ».

211 Rule 9.1 City Code on Takeovers and Mergers pour le droit anglais, § 29(2) et § 35(1) WpÜG pour le droit allemand et l'art. 106 al. 1 TUF pour le droit italien.

212 Art. L433-3 Code monétaire et financier et art. 234-2 Règlement Général AMF.

213 Art. 135 al. 1 in fine LIMF.

214 Art. 125 al. 3 LIMF.

pourra être soumis à la réglementation que de sa propre volonté en présentant une offre volontaire²¹⁵.

- 127 Finalement, lorsque le seuil a déjà été dépassé, l'actionnaire de contrôle qui renforce sa position par l'acquisition de participations supplémentaires n'est pas astreint à l'obligation de présenter une offre²¹⁶. Cette exemption demeure applicable sous couvert du respect de certaines bases légales spécifiques ou de conditions imposées par la COPA qui sera analysée par la suite²¹⁷.

1. Constats préalables sur le marché suisse

- 128 Afin de tenir compte des particularités du marché suisse au sein de notre analyse, nous avons dans un premier temps étudié la composition actionnariale des sociétés cotées auprès de la SIX²¹⁸. Pour ce faire, les données ont été récoltées manuellement par l'intermédiaire du portail de la SIX dédié à l'annonce des participations importantes pour les sociétés cotées²¹⁹. Le champ d'analyse a été réduit en soustrayant notamment les sociétés dont la cotation principale est à l'étranger. Nous avons également retiré de nos données, pour certaines sociétés, les lignes de négoce sur d'autres titres de participation que des actions²²⁰. Notre analyse porte dès lors sur 230 sociétés cotées auprès de la SIX que nous avons répertoriées en trois sections distinctes²²¹. Ces dernières se composent du marché dans son intégralité, des 20 sociétés qui composent le SMI²²² et des 30 sociétés qui composent le SMIM²²³. L'exercice a été répété, cette fois, sur les 48 sociétés introduites en bourse

215 PETER/BOVEY, n° 483.

216 CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 5.

217 Voir notamment n° 153 ss, 507 et 579 s.

218 Voir à ce sujet, JENTSCH (2022), p. 467, qui soulève dans un article récent l'importance de tenir compte, dans le futur, de la composition actionnariale des sociétés cotées afin de pouvoir prévoir une réglementation financière qui réponde au mieux aux besoins de ces sociétés.

219 Art. 120 al. 1 LIMF; notre méthodologie est également celle suivie par JENTSCH (2022), p. 458, qui la qualifie de « *hand collected* ». Cet auteur limite toutefois son champ d'analyse aux sociétés du SMI et du SMIM.

220 En particulier les bons de jouissance et les bons de participation.

221 L'analyse effectuée porte sur les sociétés cotées auprès de la SIX au 1^{er} août 2020.

222 Le SMI ou Swiss Market Index tient compte des vingt plus grandes capitalisations boursières suisses.

223 Le SMIM ou SMI Mid tient compte des trente plus grandes capitalisations boursières qui suivent le SMI.

dans les dix dernières années, afin de vérifier la pertinence actuelle des statistiques générales retenues. Dans ce contexte, quatre facteurs ont été retenus, à savoir les actionnaires de contrôle, les actionnaires et groupes d'actionnaires importants, la concentration au sein des actionnariats et enfin la rivalité lors de la prise de décisions.

Dans le cadre de cet ouvrage, les actionnaires de contrôle représentent les actionnaires, au sein d'une société cotée, qui détiennent plus de 33⅓ % des droits de vote. Ces actionnaires sont qualifiés d'« au contrôle », car ils détiennent en leurs mains exclusives une participation qui, en principe, devrait leur octroyer la majorité absolue des actions représentées²²⁴. Nous faisons le choix d'utiliser ce seuil indicatif, car la réglementation en vigueur présume une participation de contrôle à partir de celui-ci²²⁵. Nous insistons néanmoins sur le fait qu'il s'agit de seuils indicatifs. Dès lors, des participations parfois inférieures à ce seuil pourraient octroyer le contrôle, et au même titre, des participations supérieures pourront ne pas forcément l'octroyer²²⁶. 129

Les actionnaires importants sont définis comme toutes personnes soumises à l'obligation d'annoncer leur participation au sens de l'art. 120 al. 1 LIMF. Dès lors, il s'agit de tout actionnaire dont la participation dépasse 3 % des droits de vote. Ces actionnaires représentent le noyau dur de l'actionnariat. Leur exposition au risque financier lié à leur investissement étant importante, il est probable qu'ils participent en faisant valoir leur droit de vote à l'assemblée générale. Sur la base des données récoltées, le cercle des actionnaires importants se compose d'un à douze actionnaires avec une moyenne de cinq actionnaires importants²²⁷. 130

Intimement liée à la notion d'actionnaires importants, la concentration actionnariale correspond à la proportion des droits de vote détenue par les actionnaires importants par rapport aux autres actionnaires. Lorsque cette proportion des droits de vote est supérieure à 33⅓ % de la totalité des voix, l'actionnariat est qualifié de concentré. Cette qualification est retenue, car ce cercle restreint détient une majorité absolue compte tenu du taux de repré- 131

224 Voir à ce sujet supra n° 122 ss.

225 Art. 135 al. 1 LIMF.

226 Voir à ce sujet infra n° 574 ss.

227 Pour une présentation des données détaillées concernant le nombre d'actionnaires importants au sein des sociétés cotées à la SIX, voir PHILIPPE (2021), n° 71 ss. Cet auteur fait état de données corroborant avec notre analyse.

sensation moyen au sein des sociétés cotées, et donc une majorité de fait. Dans de telles circonstances, la prise de décisions lors de l'assemblée générale repose essentiellement entre les mains de ces actionnaires. En conséquence, l'influence que pourraient avoir les actionnaires minoritaires est réduite, voire inexistante, dans ce type de sociétés. La concentration de l'actionnariat assurera ainsi, en principe, une certaine stabilité décisionnelle au sein de la société.

- 132 Finalement, la rivalité actionnariale s'intéresse à la dynamique du groupe d'actionnaires importants. Ce facteur détermine si un actionnaire ou groupe d'actionnaires de contrôle peut approuver ou refuser une décision sans avoir à négocier avec les autres actionnaires importants. Un actionnariat est de ce fait défini comme non rival lorsque cet actionnaire détient plus que la majorité absolue des voix parmi les actionnaires importants. A *contrario*, lorsque la participation de contrôle ne permet pas d'obtenir une majorité absolue des voix parmi les actionnaires importants, l'actionnariat sera qualifié de rival. La rivalité actionnariale est particulièrement importante pour l'actionnaire de contrôle qui, sans réelle opposition lors de la prise de décision, pourra prétendre à un contrôle stable. Dans cette hypothèse, la stabilité du contrôle apportera une valeur ajoutée au bloc de participations. En cas d'aliénation, si la réglementation le permet, l'actionnaire de contrôle pourra prétendre au versement d'une prime de contrôle plus importante²²⁸.
- 133 Concernant les actionnaires de contrôle, ce n'est pas moins de 56 % des sociétés cotées auprès de la SIX qui disposent d'un actionnaire de contrôle²²⁹. Concernant le SMIM, la proportion d'actionnaires de contrôle s'élève à 37 % des sociétés²³⁰. Dans une tendance similaire, les sociétés du SMI disposant d'un actionnaire de contrôle se montent à 20 %²³¹. Compte tenu de ces données, le marché suisse se compose d'un nombre important de sociétés disposant d'actionnaires de contrôle²³².

228 Voir infra n° 493 ss.

229 Voir supra Tableau 1.

230 Voir supra Tableau 1.

231 Voir supra Tableau 1.

232 En ce qui concerne les données recensées pour le SMI et le SMIM, celles-ci corroborent avec l'analyse présentée par JENTSCH (2022), p. 460.

Dans un même ordre d'idées, le marché de la SIX est composé de 73 % des sociétés cotées dont l'actionnariat est concentré²³³. Le SMIM s'aligne à cette tendance générale avec 60 % des sociétés qui le composent sujettes à un actionnariat concentré²³⁴. Concernant l'indice du SMI, seulement 30 % de sociétés remplissent ce critère²³⁵. Le SMI et le SMIM se démarquent toutefois concernant la composition de leur bloc actionnarial. Contrairement au reste du marché, une écrasante majorité des actionnariats concentrés de cet indice, à l'exception de Straumann Group, le sont en main de seulement trois actionnaires importants indépendants au plus. Ainsi, l'importance de la capitalisation boursière et le nombre d'actionnaires importants semblent, dans une certaine mesure, corrélés. 134

Finalement, seulement 13 des sociétés disposant d'un actionnaire de contrôle peuvent être qualifiées de rivales²³⁶. Ce schéma de rivalité ne se retrouve pas auprès des sociétés composant le SMIM dans lequel aucune société ne dispose d'un actionnariat rival²³⁷. Le SMI suit aussi cette tendance puisque cet indice ne connaît pas de sociétés dont l'actionnariat est rival²³⁸. 135

Enfin, notre analyse ne pourrait être complète et fidèlement démontrer l'importance de la notion de contrôle sans la clôturer par un tour d'horizon des plus récentes entrées en bourse. 136

Il en ressort qu'au cours des dix dernières années, 73 % des sociétés qui se sont introduites en bourse disposaient d'un actionnaire de contrôle ou groupe de contrôle à leur tête²³⁹. Enfin, 76 % de ces sociétés comprenaient un actionnariat concentré²⁴⁰. Concernant la rivalité, aucune société récemment entrée en bourse ne s'est introduite en bourse avec un actionnariat rival²⁴¹. Ces données démontrent l'intérêt que représente le contrôle lors de l'introduction en bourse également. 137

233 Voir supra Tableau 1.

234 Voir supra Tableau 1.

235 Voir supra Tableau 1.

236 Voir supra Tableau 1.

237 Voir supra Tableau 1.

238 Voir supra Tableau 1.

239 Voir supra Tableau 1.

240 Voir supra Tableau 1.

241 Voir supra Tableau 1.

- 138 Ces quelques constats reflètent à notre sens tout l'intérêt porté sur la thématique du contrôle au sein des sociétés cotées. En particulier, les participants devront être attentifs à l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition. Il sera notamment question pour eux d'accroître leur position afin de détenir ce qui sera juridiquement qualifié d'une position de contrôle. Pour d'autres, il s'agira de maintenir leur influence dans la prise de décision tout en évitant une application des règles sur l'offre obligatoire, et les conséquences onéreuses qui l'accompagnent.

2. Les conditions d'application de l'art. 135 LIMF

- 139 L'art. 135 al. 1 LIMF soumet l'obligation de présenter une offre à la seule condition du dépassement du seuil de $33\frac{1}{3}$ % des droits de vote²⁴². Le droit boursier se distingue ainsi des autres domaines jusque-là abordés. En effet, ces derniers prévoyaient, en supplément de conditions tenant compte de l'exercice des droits de vote, des clauses générales afin d'appréhender certaines formes du contrôle qui n'en découlent pas.

2.1 Dépassement du seuil

- 140 En principe, le seuil de $33\frac{1}{3}$ % des droits de vote, exerçables ou non, délimite clairement une participation devant être qualifiée de position de contrôle²⁴³. Selon TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, la LIMF ne reconnaît pas comme « déclencheur » des notions tel que le contrôle de fait au sein de la société cible²⁴⁴. À notre avis, cette interprétation est à relativiser, car remis dans son contexte pratique, le seuil de l'art. 135 al. 1 LIMF correspond dans une certaine mesure à un contrôle de fait au sein des sociétés cotées²⁴⁵. Néanmoins, il demeure que certains cas de contrôles de fait ne se heurtent pas à l'obligation de présenter une offre²⁴⁶.
- 141 Afin de calculer le seuil déterminant, il est nécessaire de définir le numérateur, soit les actions détenues par l'offrant, et le dénominateur, à savoir la

242 GLATTHAAR/BERNET/LUGINBÜHL, p. 23 s.; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 41; PETER/BOVEY, n° 230; OFK FinfraG/BEG-VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, ad art. 135 LIMF, n° 4.

243 TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 41.

244 TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 41.

245 Dans ce sens CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 5.

246 Voir en particulier PETER/BOVEY, n° 262.

base de calcul. La réglementation comptabilise différemment le numérateur et le dénominateur²⁴⁷.

Concernant le numérateur, les actions conférant un droit de vote, exerçables ou non, inscrites ou non au registre du commerce doivent être prises en compte²⁴⁸. Sont par ce fait exclus du calcul les bons de jouissance et de participation ainsi que toutes autres formes de titres et dérivés. Le principe veut donc que les options ne soient pas prises en compte, à l'exception du cas où celles-ci ont été contractées dans le dessein de prendre le contrôle de la cible²⁴⁹. Il en va de même pour les actions propres qui ne sont par nature pas attribuables à un acquéreur²⁵⁰. Ce n'est que dans de rares cas que la COPA a pourvu à une comptabilisation des actions propres conjointement avec les actions d'un acquéreur lorsque la société cible collaborait étroitement à sa propre prise de contrôle²⁵¹. Enfin, aucune importance n'est attachée à la faculté de pouvoir exercer le droit de vote. Les participations, même si elles sont restreintes par des clauses d'agrément ou des clauses de plafonnement du droit de vote, sont ainsi comptabilisées dans le calcul du numérateur²⁵².

À la lecture de l'art. 34 al. 1 OIMF-FINMA, la base de calcul du dénominateur se fonde sur l'intégralité des droits de vote inscrits au registre du commerce. BAHAR et TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL relèvent à ce sujet que dans certains cas, l'addition de l'intégralité des droits de vote au numérateur puisse dépasser le 100 % des actions inscrites au registre du commerce, et donc du dénominateur²⁵³. Ce sera notamment le cas lorsque la société émet des actions en se fondant sur une augmentation conditionnelle du capital-actions²⁵⁴. Enfin, puisqu'il s'agit de l'intégralité des droits de vote, les

247 TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 70.

248 CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 3; GLATHAAR/BERNET/LUGINBÜHL, p. 29; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 66.

249 Recommandation de la COPA 293/02, Saurer, c. 3.2.3.2.

250 TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 69.

251 Recommandation 375/01, Helvetia Holding AG, c. 2; Recommandation 345/01, Sulzer AG, c. 3.3, dans laquelle la COPA rappelle certaines caractéristiques typiques telles que les accords sur l'exercice des droits de vote, les accords sur la composition du conseil d'administration et la détermination conjointe d'une stratégie.

252 Art. 34 al. 2 OIMF-FINMA; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 68.

253 CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 3; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 70.

254 CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 3.

actions propres sont également prises en compte, malgré l'incapacité d'exercer le droit de vote²⁵⁵.

- 144** Le droit boursier ne distingue pas selon que les titres sont cotés en bourse ou non et que l'acquisition est accomplie en bourse ou hors bourse²⁵⁶. Cette approche extensive permet d'éviter, du mieux que possible, tout abus ou contournement de la réglementation en vigueur. Ce champ d'application large découle directement de l'objectif principal de l'offre obligatoire, à savoir de permettre aux actionnaires minoritaires de se prononcer sur un changement de contrôle²⁵⁷.

2.2 Acquisitions active et passive

- 145** Selon l'art. 135 al. 1 LIMF, l'obligation de présenter une offre découle d'une acquisition de titres. Or, cela laisse penser, dans une interprétation littérale de la disposition, que la personne soumise à l'obligation de présenter doit concrètement acquérir des actions (acquisition active). L'application de la norme est en réalité plus souple et reconnaît une série de situations, dont l'inaction totale de l'assujetti, comme hypothèses d'acquisition (acquisition passive)²⁵⁸. Il s'agira par exemple des fusions et quasi-fusions²⁵⁹, mais aussi de la réduction du capital-actions²⁶⁰.

2.3 Acquisitions directe et indirecte

- 146** Le droit boursier effectue une distinction également entre les acquisitions directes et les acquisitions indirectes. Toutes deux constituent donc des formes d'acquisitions réglementées.
- 147** Les acquisitions directes sont caractérisées par l'acquisition de droits réels sur les titres de participation²⁶¹. À cette fin, la conclusion de l'acte généra-

255 Art. 659a al. 1 CO; CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 19; BSK FINMAG/FinfraG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER/BRÖNIMANN, ad art. 135 LIMF, n° 19.

256 PETER/BOVEY, n° 272.

257 Kommentar UEV-GERICKE/WIEDMER, ad art. 1 OOPA, n° 24.

258 CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 7; GLATHAAR/BERNET/LUGINBÜHL, p. 29; PETER/BOVEY, n° 271; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 43.

259 TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 43; SK-FinfraG BARTHOLD/SCHILTER, ad art. 135 LIMF, n° 17; contra: VON DER CRONE (1997), p. 55. La question est néanmoins tranchée par la COPA qui reconnaît le caractère d'acquisition aux fusions, voir à ce propos la décision 609/01, SHL Telemedicine Ltd., c. 3.

260 CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 7; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 43.

261 PETER/BOVEY, n° 273.

teur d'obligations ne suffit pas. Seul l'acte de disposition est pertinent²⁶². Lorsque les titres aliénés prennent la forme de titres intermédiés, une acquisition est réputée effective dès la bonification du compte de l'acquéreur²⁶³.

Les acquisitions indirectes peuvent être subdivisées en deux catégories à savoir une relation verticale de subordination et une relation horizontale caractéristique des agissements de concert. 148

Les acquisitions indirectes verticales correspondent à toutes les acquisitions de titres de participations par l'intermédiaire d'une autre personne physique ou morale²⁶⁴. Cette hypothèse englobe notamment les relations de fiducie, les trusts et les acquisitions par l'entremise d'une société contrôlée²⁶⁵. Celle-ci renvoie à la notion d'ayant droit économique, laquelle différencie le titulaire formel du titulaire réel des titres de participations²⁶⁶. Dans cette constellation, l'élément central qualificatif repose sur un lien de subordination entre le bénéficiaire effectif et le détenteur des titres²⁶⁷. L'obligation de présenter une offre incombe par conséquent à l'ayant droit économique des titres. 149

La COPA admet une exception à ce sujet concernant les groupes de sociétés. En cas d'acquisition par une filiale du groupe, un intérêt bénéficiaire est réputé acquis à la fois par la filiale et la société mère. Toutes deux sont donc soumises à l'obligation de présenter une offre²⁶⁸. La COPA justifie son approche par l'unité que représente le groupe structurellement, faisant de lui un seul et même ayant droit économique²⁶⁹. 150

Les acquisitions indirectes horizontales, soit les actions de concert, relèvent des situations au sein desquelles un groupe de personnes coordonnent leur comportement par l'intermédiaire d'un contrat ou d'une autre manière²⁷⁰. La situation diverge d'une relation verticale par le fait que chaque partie à l'action de concert dispose d'intérêts autonomes. Ceux-ci décident toutefois 151

262 CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 8.

263 Art. 24 al. 1 let. b LTI; CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 8.

264 Art. 135 al. 1 LIMF; art. 11 et 32 OIMF-FINMA.

265 GLATHAAR/BERNET/LUGINBÜHL, p. 31; OFK FinfraG/BEG-VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, ad art. 135 LIMF, n° 26; PETER/BOVEY, n° 274; SK-FinfraG BARTHOLD/SCHILTER, ad art. 135 LIMF, n° 37 s; TSCHÄNI/DIEM/GAERTHUEL, n° 51.

266 CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 23.

267 TSCHÄNI/DIEM/GAERTHUEL, n° 52.

268 Recommandation 0394/01, Orascom Development Holding AG, c. 1.

269 PETER/BOVEY, n° 275.

270 Art. 12 al. 1 et 33 OIMF-FINMA.

de se regrouper suffisamment étroitement pour considérer qu'ils doivent être astreints à présenter une offre conjointement²⁷¹. Notre Haute Cour a dans ce contexte établi une pratique plus restrictive concernant l'obligation de présenter une offre que celle retrouvée en matière de publicité des participations²⁷². Il est donc essentiel de remplir un degré d'organisation suffisant ainsi que de démontrer une volonté claire de contrôler la société cible afin d'être soumis à cette obligation. Ces deux conditions excluent par essence les simples discussions en lien avec une assemblée générale ou les relations sociales entre des actionnaires²⁷³. À l'inverse, une convention d'actionnaire ou d'autres formes d'accords contraignants, même informels, peuvent suffire à constituer une action de concert du moment qu'une volonté de contrôler est décelée²⁷⁴.

- 152 La distinction entre un rapport de subordination et l'action de concert est au demeurant d'une importance notable. En cas de relation verticale, le transfert des titres du détenteur à l'ayant droit économique ne sera pas qualifié d'acquisition à strictement parlé, ce qui exclura une application de l'art. 135 al. 1 LIMF²⁷⁵. À l'inverse, un changement dans les relations entre concertistes s'accompagnera potentiellement d'une obligation de présenter une offre²⁷⁶.

2.4 Absence d'exceptions

- 153 Finalement, l'obligation de présenter une offre est sujette à une importante pratique d'exceptions délivrées par la COPA sur la base des art. 136 LIMF et 41 OIMF-FINMA. Font notamment partie de ces exceptions reconnues, les dépassements temporaires du seuil de 33⅓ %²⁷⁷ et le cas particulier d'un contrôle ne pouvant être exercé à cause d'une autre personne ou groupe de personnes au sein de l'actionnariat²⁷⁸.
- 154 Cette deuxième hypothèse concrétise au sein de la réglementation financière la problématique de la rivalité que nous analysons précédemment.

271 CR CO II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 33.

272 ATF 130 II 530, c. 6.5; voir également CR CO II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 33; SK FinfraG-BARTHOLD/SCHILTER, ad art. 135 LIMF, n° 61 ss.

273 CR CO II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 40 s.

274 CR CO II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 34; TSCHÄNI/DIEM/GAERTHUEL, n° 55.

275 CR CO II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 32.

276 CR CO II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 32.

277 Art. 136 al. 1 let. c LIMF.

278 Art. 41 al. 2 let. a OIMF-FINMA.

Ainsi, aux termes de l'art. 41 al. 2 let. a OIMF-FINMA un acquéreur est libéré de l'obligation de présenter une offre lorsqu'il « ne peut contrôler la société visée, en particulier parce qu'une autre personne ou un groupe dispose d'un pourcentage de droits de vote supérieur ». Ce choix du législateur se fonde sur la position inchangée de l'actionnaire minoritaire qui, dans cette situation, ne supporte pas un réel changement de contrôle²⁷⁹.

Cependant, comme la relève à raison la doctrine, une problématique émerge en cas d'aliénation d'actions. Si un actionnaire bénéficie d'une dérogation se fondant sur l'absence d'exercice du contrôle, mais que l'actionnaire qui l'en empêchait abaisse sa participation dans une trop large mesure, il s'en suivra un changement de contrôle pour l'actionnariat minoritaire²⁸⁰. La solution proposée, à laquelle nous nous rallions, serait de conditionner la dérogation à l'absence d'une acquisition postérieure du contrôle effectif sur la société²⁸¹. 155

La réglementation en vigueur faillit toutefois en limitant de telles dérogations aux seuls cas où la participation rivale est en main d'un seul actionnaire ou d'un groupe d'actionnaires concertés²⁸². Le législateur par ce choix exclut l'hypothèse d'un actionnariat important diffus. Malgré leur indépendance intrinsèque, ces actionnaires peuvent entraver l'exercice du contrôle par un actionnaire soumis à l'obligation de présenter une offre. Dans un tel cas, l'assujetti supporte une double peine, à savoir une obligation de présenter une offre malgré la nécessité de négocier avec des actionnaires importants diffus. Bien que l'impossibilité d'exercer le contrôle dans une pareille situation soit moins apparente, il n'en demeure pas moins que l'actionnaire visé devrait être apte à plaider sa cause auprès de la COPA. La théorie soutenue par REINERT/VISCHER en droit de la concurrence pourrait trouver une application dans cette hypothèse en chargeant l'assujetti de prouver qu'une impossibilité durable d'exercer le contrôle est avérée²⁸³. 156

279 CR CO II-BAHAR, ad art. 136 LIMF, n° 23; SK FinfraG-BARTHOLD/SCHILTER, ad art. 136 LIMF, n° 51.

280 CR CO II-BAHAR, ad art. 136 LIMF, n° 23; KÖPFLI, p. 194; PETER/BOVEY, n° 440; SK FinfraG-BARTHOLD/SCHILTER, ad art. 136 LIMF, n° 51.

281 CR CO II-BAHAR, ad art. 136 LIMF, n° 23; KÖPFLI, p. 194; SK FinfraG-BARTHOLD/SCHILTER, ad art. 136 LIMF, n° 52.

282 PETER/BOVEY, n° 440.

283 Voir supra n° 113.

3. Conclusion intermédiaire

- 157 Majorité, minorité, direction unique, contrôle de fait, influence déterminante ou encore tout simplement domination, tant de notions dont le législateur et les autorités font usage afin de tenter d'appréhender le contrôle. Pourtant, encore aujourd'hui, la nécessité d'une notion juridique harmonisée ne se fait pas ressentir au sein de notre ordre juridique. La principale raison réside dans le fait qu'il existe une unique notion de contrôle, mais plusieurs besoins de s'en approprier l'usage.
- 158 Dans certains cas, le contrôle est un critère essentiel afin de permettre aux assujettis d'assurer une transparence suffisante sur le marché, comme il en est le cas en matière comptable. Cette nécessité se verra quant à elle couplée à une volonté de protéger les actionnaires minoritaires en droit boursier. Il en est tout autre en droit fiscal, puisqu'il est question pour l'assujetti de se libérer d'une charge qu'il devra supporter s'il ne peut établir un lien de domination suffisant envers ses filiales. Finalement, le droit de la concurrence nécessite une notion de contrôle qui soit suffisamment malléable pour permettre aux autorités de surveiller, et dans certains cas de préserver, une concurrence efficace.
- 159 Compte tenu de ses différentes utilités, il n'est pas possible de privilégier une définition de la notion de contrôle plus qu'une autre. Néanmoins, en regroupant les caractéristiques apparentes de chacun des domaines du droit abordés dans ce chapitre, un sentiment partagé du contrôle peut être dégagé. Le contrôle représente tout état de fait dans lequel une personne détient une maîtrise d'une importance telle sur l'organisation et la conduite d'une personne morale qu'il soit justifié de lui octroyer des droits, ou de mettre à sa charge des obligations, attachés au lien qu'il entretient avec celle-ci.
- 160 Il est également intéressant de soulever que le droit des OPA, lorsqu'il est question d'un contrôle par les droits de vote, interprète ce dernier bien plus largement que les autres domaines du droit. Cependant, si l'intérêt porte sur un plus large éventail de formes de contrôle, le droit comptable offre probablement l'éventail d'interprétations le plus fourni. Cet exosquelette juridique entourant la notion de contrôle fonctionne dès lors tel un organisme en symbiose afin de se confronter aux divers intérêts juridiques soulevés.

Cela étant dit, malgré des usages divergents, l'essence même de la notion de contrôle demeure identique, quel que soit le domaine du droit appréhendé. Selon l'avis soutenu dans le cadre de cette contribution, bien qu'il ne soit pas utile que le législateur tente d'harmoniser cette notion, il n'en demeure pas moins que les tribunaux et les autorités devraient s'adonner à un effort d'harmonisation lorsque le contexte le permet. 161

Toutefois, les assujettis, lorsque ceux-ci acquièrent, maintiennent ou tentent d'éviter une position de contrôle au sein d'une personne morale, auront intérêt à garder un œil aguerri sur les diverses réglementations applicables. Ne l'oublions pas, le contrôle est une lame à double tranchant. En dépit des nombreux avantages que celui-ci procure, les charges et les obligations en découlant peuvent, dans certains cas, s'avérer particulièrement dissuasives. 162

Comme nous l'avons vu, le contrôle est à la fois une position convoitée et un facteur qui déclenche une série d'obligations et de charges pour son détenteur. Ces charges ne semblent pas suffisamment contraignantes pour dissuader les actionnaires de chercher à obtenir une participation de contrôle. Dans cette course effrénée, nous questionnons la nécessité d'une réglementation mettant tous les actionnaires sur un même pied d'égalité, ou au contraire permettant certains traitements de faveur. Les prochains chapitres de cette contribution s'intéressent à cette question dans le contexte de la constitution, du maintien et du transfert des participations de contrôle. 163

CHAPITRE 3 :

LES ACTIONS À DROIT DE VOTE PRIVILÉGIÉ ET LES BONS DE PARTICIPATION

1. Introduction

Les actions à droit de vote privilégié représentent la forme la plus connue et débattue d'inégalité de traitement au sein des sociétés cotées²⁸⁴. Cette structure de droit de vote s'oppose au principe largement répandu selon lequel le droit de vote est proportionnel à l'investissement financier de l'actionnaire. 164

Pour reprendre DUNLAVY, au-delà d'être des institutions économiques, les sociétés sont surtout des institutions politiques qui regroupent des individus dont les relations sont gouvernées par les règles de distribution du pouvoir définies dans leurs statuts²⁸⁵. Dans les pays de droit romano-civiliste, il était déjà largement admis durant la première moitié du 19^e siècle que l'influence d'un actionnaire devait en principe être proportionnelle à son investissement²⁸⁶. Ce système capitaliste était peu représenté dans les pays de la *common law* où, jusqu'à la seconde moitié du 19^e siècle, la prise de décision devait s'effectuer par tête indépendamment de l'investissement²⁸⁷. 165

Durant la seconde moitié du 19^e siècle, la plupart des grandes places financières ont graduellement adopté un régime capitaliste, s'éloignant peu à peu d'un régime démocratique de vote par tête²⁸⁸. Il faudra attendre le début du 20^e siècle pour voir émerger une nouvelle forme d'actions, les actions à droit de vote privilégié²⁸⁹. Ce régime, qui n'était ni purement démocratique, 166

284 WINDEN/BAKER, p. 101.

285 DUNLAVY, p. 1351.

286 DUNLAVY, p. 1360 ; PICARD, p. 1305. La loi française sur les sociétés commerciales du 24 juillet 1867 prévoyait néanmoins qu'en cas de silence dans les statuts, le droit de vote soit exercé par tête, solution peu répandue. En droit allemand, c'est à partir de 1884 et l'entrée en vigueur du Gesetz betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaften du 18 juillet 1884 que l'on peut retrouver à l'art. 190 la règle selon laquelle « chaque action donne le droit de voter » interprétée comme « chaque action donne droit à une voix ».

287 Taylor v. Griswold, 14 N.J.L., 222, 237 ; DUNLAVY, p. 1354 s. et 1358 ; MORAWETZ, § 476.

288 DUNLAVY, p. 1358.

289 Voir notamment PICARD, p. 1302 ; GAULIS/MICHEL, p. 1.

ni purement capitaliste, se rapprochait plus d'un régime oligarchique²⁹⁰. En effet, dans ce régime, seule une catégorie privilégiée d'investisseurs obtenait un droit de vote supérieur à celui qu'il aurait dû obtenir compte tenu de son investissement. Cette structure de vote fut particulièrement populaire auprès des sociétés de familles²⁹¹. Pour DEANGELO/DEANGELO, il s'agissait d'une structure intermédiaire entre la société privée et la société ouverte au public²⁹². Les actions à droit de vote privilégié permettaient à certaines sociétés de s'ouvrir au public tout en conservant le contrôle qu'ils jugeaient essentiel à la poursuite de leur activité²⁹³. En réalité, selon DUNLAVY, ces deux structures de vote ont évolué en parallèle²⁹⁴. Selon elle, toutes deux concentrent le contrôle en main d'une minorité, ceux qui détiennent le plus d'actions dans un régime capitaliste ou ceux qui détiennent le privilège dans un régime oligarque²⁹⁵. Naturellement, le régime « une action, une voix » s'est imposé comme le fer de lance de la « démocratie actionnariale »²⁹⁶. En se cachant derrière ce slogan aguicheur, les grands investisseurs, en particulier les investisseurs institutionnels, dont l'influence était grandissante, cherchaient à accroître leur influence dans la gestion des sociétés dans lesquelles ils investissaient²⁹⁷. Naturellement, les actions à droit de vote privilégié, lesquelles favorisaient les fondateurs au détriment de ces grands investisseurs, se sont retrouvées peu à peu au centre des critiques.

- 167 Les actions à droit de vote privilégié demeurent, encore de nos jours, un sujet brûlant sur la quasi-totalité des grandes places financières. Pour certaines d'entre elles, historiquement opposées à l'idée d'autoriser ces structures actionnariales, il a été question de rapidement changer de politique afin de s'aligner avec l'acceptation générale grandissante. En 2018, Singapour a autorisé les actions à droit de vote privilégié après y avoir réfléchi pour la première fois en 2012 lors de la proposition de cotation de Manchester United sur le *Singapore Exchange* (SGX)²⁹⁸. Également en 2018, Hong-Kong a admis les actions à droit de vote privilégié sur le *Hong Kong Stock*

290 DUNLAVY, p. 1366.

291 DUNLAVY, p. 1387.

292 DEANGELO/DEANGELO, p. 61.

293 HOWELL, p. 441.

294 DUNLAVY, p. 1387.

295 DUNLAVY, p. 1387.

296 HAYDEN/BODIE, p. 446.

297 HAYDEN/BODIE, p. 446 s.

298 HUANG, p. 16 s.

Exchange (HKEX), à la suite de l'entrée en bourse aux États-Unis, avec une telle structure, de la société Alibaba²⁹⁹.

Au niveau européen, la Commission européenne avait tenté par le passé d'implémenter le principe « une action, une voix » dans sa 5^e Directive sur le droit des sociétés³⁰⁰. L'exercice avait été renouvelé dans le projet de Directive sur les prises de contrôle en 2006. Son point de vue a depuis lors a priori évolué comme témoigne un rapport du *High-Level Forum on Capital Markets Union* (HLFCMU), un groupe d'experts mandaté par la Commission européenne³⁰¹. Ces derniers sont arrivés à la conclusion que toutes les sociétés ayant leur siège social au sein de l'UE, indépendamment de leur taille, devraient pouvoir bénéficier d'un régime d'actions à droit de vote privilégié si elles le souhaitent³⁰². L'intérêt réside dans la protection contre le rachat par de plus grandes entreprises, ainsi que pour favoriser une perspective sur le long terme tout en offrant des options d'investissements attractives³⁰³.

Enfin, au Royaume-Uni, le *London Stock Exchange* (LSE) est devenu l'un des derniers bastions du principe « une action, une voix » à relancer le débat sur l'admissibilité du privilège de vote. Jonathan Hill, un ancien commissaire européen, a rendu le 3 mars 2021 un rapport qui recommandait au LSE d'admettre, sur sa cotation premium, les sociétés à multiples classes d'actions, sous certaines conditions strictes. La raison avancée était d'accroître l'attractivité de la place financière anglaise à la suite du *Brexit* et de la crise du coronavirus³⁰⁴.

Ces développements récents sur les grandes places financières mondiales laissent transparaître une évolution du débat. Les discussions orbitaient jusqu'à présent autour de leur admissibilité³⁰⁵. Désormais, l'attention des

299 Art. 8A.01 ss HKEX Main Board Listing Rules; pour une explication détaillée du processus ayant mené Alibaba à s'introduire en bourse aux États-Unis, Ho (2018), p. 169. Relevons encore qu'Alibaba s'est introduite à titre secondaire auprès du HKEX en 2019. Plus récemment, le HKEX a approuvé, en août 2022, la proposition d'Alibaba de convertir sa cotation secondaire à Hong-Kong en une « cotation principale ». L'opération devrait être finalisée durant le dernier trimestre de 2022.

300 L'art. 33 par. 1 Projet prévoyait ainsi que « le droit de vote de l'actionnaire est proportionnel à la quotité du capital souscrit représenté par l'action ». Voir Projet de proposition d'une cinquième directive, COM/1972/887.

301 LIDMAN/SKOG, p. 87.

302 Rapport HLFCMU, p. 66.

303 Rapport HLFCMU, p. 66.

304 Rapport HILL, p. 7.

305 LIDMAN/SKOG, p. 85.

principales places financières est dirigée sur les conditions devant accompagner leur approbation afin d'assurer une compétitivité suffisante³⁰⁶.

- 171** La pesée d'intérêts entre le risque de retranchement de la direction³⁰⁷ et d'extraction des biens sociaux au profit de certains actionnaires de contrôle³⁰⁸ et la compétitivité d'un marché financier est également une question qui se pose en Suisse. Comme l'a relevé le Conseil fédéral dans son message concernant la révision du droit de la société anonyme de 2016, plusieurs initiatives parlementaires requérant l'interdiction des actions à droit de vote privilégié ont été déposées dans les dernières années³⁰⁹. De son côté, le Conseil fédéral ne souhaite pas abolir ce mécanisme. Il justifie cette prise de position par l'attrait de ces structures lors de la recherche de financements externes, la capacité du marché à sanctionner les « mauvais élèves » sans le besoin d'une intervention de l'État et le risque pour l'égalité de traitement entre les actionnaires qu'une suppression soudaine engendrerait³¹⁰.
- 172** Ce chapitre s'intéresse également aux bons de participation. Historiquement, les bons de participation ont connu une période faste entre les années soixante et quatre-vingt³¹¹. En ce qui concerne les sociétés cotées, leur pic de popularité s'est situé au milieu des années quatre-vingt. À cette époque, environ un quart des sociétés cotées émettaient de bons de participation³¹². L'engouement pour cette forme de financement était dû, selon les différents auteurs ayant traité la problématique, à plusieurs facteurs juridiques et politiques.
- 173** Premièrement, les bons de participation n'étaient pas réglementés explicitement par le Code des obligations avant la révision de 1991³¹³. Ainsi, il revenait aux sociétés anonymes de prévoir les modalités d'émission et la portée

306 LIDMAN/SKOG, p. 85.

307 BEBCHUK/KASTIEL (2019), p. 1466.

308 BARZUZA (2004), p. 162.

309 FF 2017 353, 413 qui mentionne l'interpellation 14.4154, Bischof « Sika Suisse SA. Une raison de plus pour réviser le droit de la société anonyme ? » du 11 décembre 2014, l'interpellation 15.3163, Vogler « Améliorer la protection des actionnaires minoritaires » du 18 mars 2015 et le postulat 15.3504, Minder (retiré) « De l'oligarchie actionnariale à la démocratie actionnariale. Étudier le principe « Une action, une voix » » du 1^{er} juin 2015.

310 FF 2017 353, 413 s.

311 PETER (1992), p. 752.

312 ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656a CO, n° 2.

313 PETER (1992), p. 752; sur l'histoire de la création des bons de participation à travers la réglementation sur les bons de jouissance, voir également BÖCKLI (2022), § 3 n° 222; HENGGE-
LER, p. 19 ss.

des droits octroyés dans leurs statuts³¹⁴. Comme le relève BÖCKLI, les sociétés cotées utilisaient les bons de participation comme une méthode de financement plus flexible que les actions³¹⁵. Les bons de participation n'étaient notamment pas soumis à l'interdiction de rachat d'actions propres et à la réglementation sur les augmentations du capital-actions³¹⁶. Il était dès lors possible de procéder à des augmentations autorisées du capital avant leur introduction explicite pour les actions lors de la révision de 1991³¹⁷. Enfin, ils n'étaient pas non plus soumis aux limitations sur la valeur nominale des actions, permettant d'émettre des bons de participation à une valeur nominale inférieure au seuil minimal applicable aux actions³¹⁸. Grâce à ces allègements, les bons de participation offraient une certaine souplesse lors du financement par des fonds propres³¹⁹.

Un deuxième facteur relevait de l'ouverture des sociétés cotées suisses aux investisseurs étrangers. Avant la révision de 1991, les sociétés anonymes pouvaient prévoir dans leurs statuts de refuser l'inscription de toute personne dont la nationalité ou le siège n'était pas en Suisse en tant qu'actionnaire avec droit de vote³²⁰. Les bons de participation, lesquels n'octroyaient pas de droit de vote, étaient ainsi une alternative attrayante pour les sociétés cotées³²¹. Cette pratique s'est néanmoins peu à peu effondrée à la fin des années quatre-vingt. D'abord, par l'ouverture de son capital-actions aux étrangers par Nestlé en 1988³²², puis par la révision de 1991 qui a interdit de telles clauses sans qu'elles soient fondées sur une base légale fédérale explicite³²³. 174

Finalement, les bons de participation offraient une alternative intéressante concernant les modalités de financement. D'une part, contrairement à des 175

314 PETER (1992), p. 752; HENGGELE, p. 121.

315 BÖCKLI (2022), § 3 n° 225.

316 BOYER/RUBIDO/VALINCIUTE, p. 134; BÖCKLI (2022), § 3 n° 225.

317 BÖCKLI (2022), § 3 n° 225; d'un avis similaire mais relevant que cette pratique était applicable *mutatis mutandis* aux actions également, HENGGELE, p. 124. Voir également FF 1983 II 757, 807 s. Notons que le concept de l'augmentation autorisée du capital est abrogé au 1^{er} janvier 2023 et remplacé par la marge de fluctuation du capital, prévue aux art. 653s ss CO.

318 HENGGELE, p. 129.

319 BÖCKLI (2022), § 3 n° 225.

320 BOYER/RUBIDO/VALINCIUTE, p. 134; FORSTMOSER/PLÜSS, p. 298.

321 BÖCKLI (2022), § 3 n° 225.

322 BÖCKLI (2022), § 3 n° 226.

323 Sur la problématique des clauses de nationalité, voir *infra* n° 379.

emprunts obligataires, les bons de participation ne sont pas soumis à une obligation de remboursement de l'emprunt ou au paiement d'intérêts³²⁴. D'autre part, contrairement à une émission d'actions, les bons de participation permettent une levée de fonds sans cession d'une part des droits de vote et incidemment du contrôle³²⁵.

- 176 Néanmoins, comme le relèvent PETER et BOEMLE, la bourse s'est peu à peu distancée des bons de participation et a commencé à voir cet instrument d'un mauvais œil³²⁶. Selon ce dernier, l'opinion dominante reconnaissait à tort que le marché n'attachait aucune importance à la suppression du droit de vote rattaché à un titre de participation³²⁷. Or, en citant l'exemple de l'offre publique d'acquisition de Jacobs Suchard, le marché majorait les bons de participation d'une prime de 1,7 % tandis que les actions nominatives et au porteur étaient majorées de 11,4 %³²⁸.
- 177 Pour BAHAR/PEYER et BINDER/VETTER, la bourse s'est distancée des bons de participation, car la segmentation en plusieurs marchés des titres de participation d'une société réduit la liquidité des titres et est un obstacle à la création de capital supplémentaire³²⁹. Enfin, le *krach* boursier de 1987 a contribué à achever cette pratique, de nombreuses sociétés ayant dû convertir leurs bons de participation en actions afin d'assurer une liquidité suffisante de leurs titres³³⁰.
- 178 La perte d'attractivité, aussi bien sur le plan juridique que financier, a achevé la pratique jusque lors largement répandue des bons de participation³³¹. Dans une étude récente, BINDER/VETTER ont relevé une présence de bons de participation dans les sociétés anonymes privées de l'ordre de 0,3-0,4 %³³². Sur le marché boursier suisse, les bons de participation se font également de plus en plus rares. Seulement Lindt & Sprüngli, Schindler Holding AG et quatre banques cantonales disposent de bons de participation

324 ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656a CO, n° 1.

325 PFISTERER/WYLER, p. 890; ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656a CO, n° 1.

326 PETER (1992), p. 752; BOEMLE, p. 599; voir également BINDER/VETTER, p. 283.

327 BOEMLE, p. 599; partageant le même constat, BINDER/VETTER, p. 283.

328 BOEMLE, p. 599; relevant un même phénomène également, BSK OR II-RAMPINI/SPILLMANN, ad art. 656a, n° 1a.

329 ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656a CO, n° 3; BINDER/VETTER, p. 283.

330 BOYER/RUBIDO/VALINCIUTE, p. 134; ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656a CO, n° 3.

331 BARTHOLD, p. 235.

332 BINDER/VETTER, p. 285.

cotés en bourse³³³. La société Roche Holding AG est pour sa part la seule à émettre des bons de jouissance cotés en bourse³³⁴.

Nonobstant ces quelques considérations liminaires, le législateur a décidé de libéraliser les normes applicables aux bons de participation dans le cadre de la révision de 2020. En effet, l'ancienne limite selon laquelle le capital-participations ne peut pas dépasser le double du capital-actions, même lorsque les bons de participation sont cotés, est modifiée³³⁵. Désormais, le capital-participations coté peut être jusqu'à dix fois supérieur au capital-actions³³⁶. Cette limite corrobore avec la limitation de l'effet de levier en matière d'actions à droit de vote privilégié³³⁷. 179

En raison de ce rapprochement, les bons de participation pourraient redevenir, en théorie, un moyen de financement viable pour les sociétés cotées qui ne souhaitent pas concéder une part du contrôle au public. Pour cette raison, le présent chapitre s'intéresse à ce mécanisme en développant le cadre légal applicable et aborde la viabilité de cette méthode de financement pour les sociétés cotées. 180

Pour répondre à ces problématiques, nous débiterons systématiquement par une présentation du droit en vigueur. Concernant les actions à droit de vote privilégié, ce chapitre portera sur leur réel impact. Comme il sera relevé, l'*a priori* selon lequel cet instrument nuit à la valeur boursière des sociétés et contribue à une mauvaise gestion de la société est difficilement généralisable. Par conséquent, une suppression pure et simple apparaît infondée et le débat devrait être réorienté sur les restrictions à l'exercice du privilège de vote. Finalement, ce premier chapitre se conclura par des propositions de modifications à apporter au régime actuel. À cet effet, plusieurs modifications seront proposées et apporteront plus de clarté aux règles entourant le privilège de vote. Enfin, deux autres formes de privilège de vote seront traitées, à savoir les clauses crépusculaires et les actions de loyauté. Concernant les bons de participation, leur utilité pratique sera analysée à la lumière des développements proposés en matière d'actions à droit de vote privilégié. Nous verrons en particulier que l'absence de droits de vote rattaché à ces titres est un frein important à leur développement. 181

333 PHILIPPE, n° 192.

334 PHILIPPE, n° 192; CHK-TRÜEB, ad art. 657 CO, n° 4.

335 FF 2017 353, 467.

336 Art. 656b al. 1 CO.

337 Voir *infra* n° 193.

2. Les actions à droit de vote privilégié

- 182 Selon l'art. 692 CO, «les actionnaires exercent leur droit de vote à l'assemblée générale proportionnellement à la valeur nominale de toutes les actions qui leur appartiennent»³³⁸. Cette adéquation entre le capital investi et le droit de vote exerçable trouve une seconde appellation plus répandue, à savoir «*one share, one vote*»³³⁹ traduit en une action, une voix. Lorsque l'art. 692 CO est applicable, si des actions sont émises à des valeurs nominales différentes, le poids du vote dépend de la valeur nominale globale détenue indépendamment du nombre d'actions. Une égalité de traitement entre les actionnaires vis-à-vis du risque financier est donc garantie³⁴⁰.
- 183 Le droit de la société anonyme offre toutefois aux assujettis une possibilité de déroger à ce principe. Aux termes de l'art. 693 al. 1 CO, «les statuts peuvent déclarer que le droit de vote sera exercé proportionnellement au nombre des actions de chaque actionnaire sans égard à leur valeur nominale, de telle sorte que chaque action donne droit à une voix». Le poids du vote ne se détermine plus en fonction des valeurs nominales respectives, mais en fonction du nombre d'actions détenues par un même actionnaire³⁴¹. En procédant au calcul des voix d'une telle manière, lorsqu'une société dispose de plusieurs catégories d'actions dont les valeurs nominales sont différentes, les détenteurs des actions à la plus faible valeur nominale seront avantagés. Ce sont ces actions, dont la valeur nominale est inférieure, que le législateur a dénommées «actions à droit de vote privilégié» ou éga-

338 Il est intéressant de souligner que la norme, dans sa version actuelle, coïncide avec une formulation différente de l'art. 640 de l'ancien Code fédéral des Obligations du 14 juin 1881 dans lequel nous pouvons lire : «Les actionnaires exercent leur droit de vote dans l'assemblée générale proportionnellement au nombre d'actions qu'ils possèdent.» Cela provient du fait que le Code fédéral des Obligations, lorsque celui-ci était en vigueur, prévoyait à l'art. 614 CO 1881 que toutes les actions devaient être émises avec une valeur nominale identique, rapport qui ne pouvait pas être modifié jusqu'à la dissolution de la société. Néanmoins, contrairement à la réglementation en vigueur, l'art. 640 CO 1881 limitait le nombre d'actions pouvant être détenues par un même actionnaire à 20% du total des actions émises.

339 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 596.

340 HANDSCHIN (2015), p. 91; BK-NOBEL, § 9 n° 58; pour une explication de la règle de calcul voir notamment CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 692 CO, n° 32 ss.

341 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 2; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 n° 376; ROUILLER/BAUEN/BERNET/LASSERRE ROUILLER, p. 297a.

lement *Stimmrechtsaktien*³⁴². À l'inverse, les actions qui octroient un même droit de vote, mais pour une valeur nominale supérieure sont qualifiées d'actions ordinaires.

Les actions à droit de vote privilégié de droit suisse se distinguent toutefois des privilèges de voix connus à l'étranger par leur méthode d'émission et d'exercice du privilège. Un juriste étranger aura généralement l'habitude d'un privilège de vote exprimé par des actions comptabilisant plusieurs voix en comparaison d'actions ordinaires ne disposant que d'une voix³⁴³. Ce privilège est retrouvé dans la littérature sous la dénomination de « *Multiple voting shares* »³⁴⁴, ou encore « actions à droit de vote plural »³⁴⁵. Ces actions octroient un « privilège de vote direct »³⁴⁶. 184

En droit suisse, lorsque la comptabilisation est effectuée en fonction des voix, une action doit nécessairement avoir une seule voix qui lui soit rattachée³⁴⁷. Il s'agit d'une règle impérative, de sorte que le Code des obligations ne permet pas de dévier de cette règle³⁴⁸. Afin d'arriver à un résultat similaire qu'en cas de privilège direct, le législateur permet de jouer sur les valeurs nominales des actions. Pour un même montant investi dans la société, le détenteur du privilège détiendra donc plus d'actions et incidemment plus de voix³⁴⁹. Le privilège de vote, puisqu'il ne porte pas sur le nombre de voix porté par une action, est indirect³⁵⁰. 185

Le privilège de vote, en Suisse, est octroyé différemment, mais ne justifie pas une terminologie différenciée. La maxime *one share, one vote* définissait historiquement, chez nos voisins anglo-saxons, une structure de vote en alignement avec le risque financier supporté par un actionnaire, indépendamment du procédé pour y arriver³⁵¹. De ce fait, dans le cadre de cet 186

342 BOHRER, § 8 n° 294; DE STEIGER, p. 57; GAULIS/MICHEL, p. 1; MARTIN, p. 170; PETER/JACQUEMET (2016), p. 180 s.

343 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 48.

344 ANAND, p. 69.

345 SJ 1970 p. 161 ss, p. 167; KARAMETAXAS, p. 109.

346 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 432.

347 Art. 693 al. 1 CO.

348 BSK OR II-LÄNZLINGER, ad art. 693 CO, n° 1; BÖCKLI (2022), § 3 n° 144.

349 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 11.

350 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 11.

351 MORAWETZ, § 476.

ouvrage nous qualifierions de « *one share, one vote* » le principe exprimé à l'art. 692 CO³⁵².

I. Les conditions d'introduction

- 187 L'usage des actions à droit de vote privilégié ne dépend que de leur conformité avec le droit privé³⁵³. Elles peuvent donc être adoptées à tout moment, indépendamment de l'introduction en bourse d'une société³⁵⁴.
- 188 Allant à l'encontre d'une répartition purement capitaliste du pouvoir décisionnel³⁵⁵, elles sont soumises à un régime strict de quatre conditions impératives. Les sociétés désireuses d'en émettre devront donc s'assurer que les actions disposant du privilège de vote soient des actions nominatives, qu'elles soient entièrement libérées, qu'un effet de levier entre la valeur nominale d'émission la plus élevée et la plus faible ne dépasse pas 10 pour 1 et que leur adoption, après la fondation, soit avalisée par l'assemblée générale.

1. Des actions nominatives

- 189 En limitant aux seules actions nominatives la possibilité de bénéficier du privilège de vote, le législateur fait valoir son désir de transparence au sein des sociétés anonymes³⁵⁶. Le privilège de vote est une institution intrinsèquement liée aux caractéristiques personnelles de leurs bénéficiaires, quand bien même il se rattache aux actions et non à la personne. Il est généralement octroyé à un fondateur ou à un actionnaire influent avant la recherche de nouvelles sources de financement externes. En contrepartie de l'octroi du droit de vote privilégié, les actionnaires ordinaires doivent pouvoir s'informer sur l'identité du bénéficiaire de ce privilège.

352 Dans ce sens, BÖCKLI, § 12 n° 370 ss; contra: CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 2.

353 Art. 692 s.CO.

354 CHENAUX (2003), p. 131; GAULIS/MICHEL, p. 6; Rapport HOFSTETTER, p. 25 s. À notre connaissance, aucune société suisse cotée en bourse n'a toutefois adopté un régime d'actions à droit de vote privilégié après son introduction en bourse.

355 DAENIKER (2013), p. 147 s.

356 Art. 693 al. 2 CO; CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 24; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 434.

Soulignons que bien que les actionnaires ordinaires soient les principaux 190
bénéficiaires de l'obligation de transparence, cette dernière est due, en principe, au conseil d'administration et non pas aux actionnaires³⁵⁷. La tenue du registre des actions, dans lequel les actionnaires sont référencés, est une prérogative du conseil d'administration³⁵⁸. Celui-ci doit rendre sa consultation accessible aux actionnaires en tout temps en Suisse, mais les actionnaires ne peuvent le consulter que pour leur inscription propre³⁵⁹. L'inscription au registre des actions permet cependant au conseil d'administration de suivre la chaîne de détention des actions³⁶⁰. Incidemment, il se peut tout de même qu'il ne soit pas tenu au courant de l'ayant droit économique, cette information étant limitée aux cas d'application de l'art. 697j CO. Dès l'introduction en bourse, cette obligation de déclaration est également étendue aux bourses en ce qui concerne les participations importantes³⁶¹. Par cette dernière voie, les actionnaires ordinaires peuvent se renseigner sur la détention des actions à droit de vote privilégié.

2. Une libération intégrale

Lors de la fondation d'une société anonyme ou en cas de souscription ultérieure, les actionnaires peuvent libérer le solde dû à la société à hauteur de 20 % du montant total qu'ils ont souscrit³⁶². Toutefois, même dans ce cas, ils exercent leur droit de vote en proportion de la valeur nominale de toutes les actions³⁶³ ou du nombre d'actions³⁶⁴ qu'ils détiennent. Ainsi, tant que leur apport n'est pas entièrement libéré, les actionnaires exercent un droit de vote supérieur à leur participation financière. Ce droit d'exercer l'intégralité des droits de vote est un privilège de vote en lui-même. 191

Le législateur était toutefois conscient de ce risque de « double privilège » 192
que des actions à droit de vote privilégié partiellement libérées octroieraient³⁶⁵. Pour cette raison, la réglementation en vigueur prévoit une obliga-

357 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 24.

358 Art. 686 al. 1 CO et 716 al. 2 CO.

359 Art. 686 al. 1 CO.

360 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 686, n° 37 s.

361 Art. 120 al. 1 LIMF.

362 Art. 632 al. 1 CO et 652c CO.

363 Art. 692 CO.

364 Art. 693 CO.

365 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 25 s.; GERSTER, p. 76.

tion pour les actions à droit de vote privilégié d'être entièrement libérées³⁶⁶. La SIX, pour sa part, n'autorise pas la cotation des actions nominatives qui ne seraient pas entièrement libérées³⁶⁷.

3. Limitation de l'effet de levier

- 193 En tant que troisième et dernière condition matérielle, l'art. 693 al. 2 CO prévoit que la valeur nominale des actions à droit de vote privilégié ne peut pas excéder le dixième de la valeur nominale d'une action ordinaire. Puisque la réglementation consacre un privilège de vote indirect, « *unechte Stimmrechtsaktien* », l'effet de levier s'opère sur les valeurs nominales des actions en lieu et place du droit de vote contenu dans ces actions. Le but poursuivi par la limite à l'effet de levier est d'éviter une exacerbation du privilège dont bénéficie le détenteur des actions³⁶⁸.
- 194 Afin d'en discerner l'intérêt, il est plus pédagogique de l'illustrer par une formule. Le privilège de vote a pour principale vocation d'assurer à son bénéficiaire un contrôle sur la marche opérationnelle de la société. La faculté d'élire des membres au conseil d'administration en est l'une des principales composantes et nécessite une majorité absolue en droit suisse³⁶⁹. Dès lors, dans l'hypothèse d'une société où toutes les actions sont représentées lors de l'assemblée générale, le contrôle se situe théoriquement au seuil de 50 % plus une voix.
- 195 Sur cette base, LIDMAN/SKOG établissent la formule suivante reproduite dans cet ouvrage : $x = (1/v) / (1 + 1/v)$. La valeur x correspond à la part en pour cent de la totalité des actions émises assorties du privilège de vote qui devra être détenue dépendant de v , le ratio de l'effet de levier souhaité³⁷⁰. L'effet de levier maximal de 1:10 permet donc, sur la base de cette formule, d'assu-

366 GERSTER, p. 76.

367 Art. 21 al. 2 Règlement de cotation et art. 685 al. 1 CO. Voir notamment VON DER CRONE (2020), § 10 n° 204, qui retient que le Règlement de cotation n'interdit pas explicitement la cotation d'actions nominatives partiellement libérées. Il relève néanmoins que compte tenu du fait que leur transfert est soumis à l'approbation du conseil d'administration, leur négociabilité en est restreinte d'une manière qui est très probablement contraire au principe de négociabilité des titres. Voir également BÖCKLI (2022), § 3 n° 207.

368 FF 1983 II 757, 803.

369 Art. 703 al. 1 et 704 a contrario CO; voir supra n° 60 s.

370 LIDMAN/SKOG, p. 111.

rer une majorité absolue des actions représentées à l'assemblée générale en détenant 9,09 % du capital-actions³⁷¹.

Comme il en ressort de cette formule, l'effet de dilution peut devenir particulièrement important selon l'augmentation de l'effet de levier. À titre d'exemple, un ratio de 1:20 implique une majorité absolue en ne détenant que 4,762 % du capital-actions tandis qu'un ratio de 1:100 implique une majorité absolue à 1 % du capital-actions³⁷². Pour des raisons évidentes, le législateur a donc décidé d'adopter une limite maximale d'effet de levier à laquelle les assujettis peuvent recourir. La Suisse n'est d'ailleurs pas la seule à légiférer sur ce point. Plusieurs pays dont la Suède³⁷³, Singapour³⁷⁴ et Hong-Kong³⁷⁵ prévoient également une limite de 1:10. Au Royaume-Uni, le Rapport *Hill* propose un ratio maximal de 1:20³⁷⁶. Ce dernier ratio était également appliqué en Finlande jusqu'en 2006³⁷⁷. D'autres pays ont tout de même fait le choix de ne pas légiférer et de laisser un blanc-seing aux sociétés afin de se déterminer sur l'opportunité d'un ratio plus élevé³⁷⁸.

196

4. L'approbation par l'assemblée générale

La dernière condition est de nature formelle, à savoir une approbation par l'assemblée générale. Cette condition n'a d'importance que si le privilège de vote est accordé après la fondation, puisque dans ce dernier cas, l'unanimité des fondateurs est par la nature des choses requise.

197

Le Code des obligations prévoit à l'art. 704 al. 1 ch. 8 CO que la majorité qualifiée, soit les deux tiers des voix et la majorité absolue des valeurs nominales, est requise afin d'introduire des actions à droit de vote privilégié. L'art. 704 CO étant une norme semi-impérative, un seuil de majorité plus élevé est réservé³⁷⁹. Ce critère de majorité n'est applicable que lorsque l'introduction de nouvelles actions à droit de vote privilégié modifierait le

198

371 Voir supra Tableau 8.

372 Voir supra Tableau 8.

373 Chapitre 4 Sec. 5 Aktiebolagslag (2005:551).

374 Rule 210(10)(d) SGX Mainboard Rules.

375 Rule 8A.10 HKEX Main Board Listing Rules.

376 Rapport HILL, p. 57.

377 Rapport OCDE, p. 14.

378 LIDMAN/SKOG, p. 110 et nbp 113, qui mentionnent le Danemark, le Canada et les États-Unis notamment.

379 CR CO II-PETER/CAVADINI, ad art. 704 CO, n° 1; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, n° 568.

rapport de force au détriment des actionnaires minoritaires³⁸⁰. De ce fait, si l'émission porte sur des actions ordinaires conjointement avec des actions à droit de vote privilégié, de sorte que les rapports de vote n'en soient pas modifiés, seule une majorité absolue est nécessaire³⁸¹.

- 199 Les assujettis désireux d'adopter un régime d'actions à droit de vote privilégié pourraient se demander ce qu'il adviendrait des actionnaires refusant leur adoption. En effet, selon l'art. 704 al. 3 CO, les titulaires d'actions nominatives qui n'adhèrent pas à l'introduction d'actions à droit de vote privilégié ne sont pas liés par les restrictions statutaires à la transmissibilité des actions pendant un délai de six mois suivant la publication de la décision dans la Feuille officielle suisse du commerce³⁸². À première vue, il existe donc un risque que les réfractaires puissent aliéner librement leurs titres sans être soumis à des clauses d'agrément³⁸³.
- 200 Cette norme, adoptée en 1936, reconduite en 1991, et inchangée dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme de 2020 n'est que très peu abordée par la doctrine. Cette dernière ne trouve pas d'utilité pratique à cette base légale³⁸⁴.
- 201 À la lecture du texte légal, cette libération ne porte que sur les restrictions statutaires à la transmissibilité, excluant de ce fait les restrictions légales visant les actions nominatives aliénées³⁸⁵. Nonobstant cette première réduction du champ d'application, la libération ne vise toutefois que l'aliénateur des titres exclusivement³⁸⁶. Comme les clauses d'agrément visent les acquéreurs, ceux-ci demeurent tenus de remplir les conditions d'approbation prévues³⁸⁷. Face à des clauses d'agrément soigneusement rédigées, l'usage de l'art. 704 al. 3 CO, dans le but de contourner les restrictions établies, ne sera donc en réalité qu'un pétard mouillé.
- 202 Cette interprétation paraît convaincante en particulier à la lecture de l'art. 685a al. 3 CO qui prévoit expressément qu'en cas de liquidation, les

380 MONTAVON, p. 509; CR CO II-PETER/CAVADINI, ad art. 704 CO, n° 18.

381 DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 4 n° 31; CR CO II-PETER/CAVADINI, ad art. 704 CO, n° 18.

382 Art. 704 al. 3 CO.

383 BSK-DUBS/TRUFFER, ad art. 704 CO, n° 20; CR CO II-PETER/CAVADINI, ad art. 704 CO, n° 20.

384 DAENIKER (2013), p. 154 s.; KUNZ (2015), p. 612; HÄUSERMANN (2015A), p. 247; ZK-SIEGWART, ad art. 648 aCO, n° 18.

385 Art. 685 CO; BSK OR II-DUBS/TRUFFER, ad art. 704 CO, n° 20.

386 DAENIKER (2013), p. 154 s.

387 Art. 685a ss CO; KUNZ (2015), p. 612.

restrictions statutaires à la transmissibilité sont levées intégralement, sans spécifier l'acquéreur ou l'aliénateur. Le législateur, à l'art. 704 al. 3 CO, mentionne expressément les « titulaires d'actions nominatives »³⁸⁸. Une interprétation littérale, limitant l'application de la norme aux seuls actionnaires présents lors du vote pertinent, est dès lors correcte.

II. L'étendue et la suppression du privilège

Pour atteindre une stabilité actionnariale profitable à tous, les participants doivent avoir une idée éclairée de leurs droits et incidemment des opportunités de contestation. Cette possibilité offerte aux actionnaires de contester les décisions sociales qui lèseraient leurs droits est essentielle à une bonne gouvernance d'entreprise³⁸⁹. Ce remède *ex post* n'est toutefois utilisable qu'en présence d'une réglementation *ex ante* minutieusement ficelée. 203

Or, la réglementation actuelle manque de clarté pour remplir son but. Pourtant, le Conseil fédéral a été clair dans son message sur la révision du droit de la société anonyme de 2016, dans lequel il a indiqué qu'« il n'y a pas lieu de modifier la législation relative aux droits de vote privilégié »³⁹⁰. Ce refus de réviser le régime des actions à droit de vote privilégié ne devrait toutefois pas s'opérer au détriment d'une clarification des règles applicables. Pour cette raison, nous poursuivons notre analyse en proposant des règles d'interprétation concernant l'étendue et la suppression du privilège de vote. 204

1. L'étendue du privilège

Outre les conditions d'introduction qui forment un premier volet de protection, le législateur a également développé une série de restrictions afin de limiter l'étendue du privilège. 205

Les actions à droit de vote privilégié permettent de réduire drastiquement la part du capital-actions détenue par le bénéficiaire tout en conservant le contrôle de la société. La contrepartie de cet avantage correspond néanmoins à une réduction des valeurs nominales détenues par le bénéficiaire. 206

388 Art. 704 al. 3 CO.

389 Art. 706 ss CO.

390 FF 2017 353, 414.

- 207 Le principe de la majorité qualifiée tel que défini à l'art. 704 al. 1 CO instaure une double majorité qui ne déploie pas d'effet lorsque le vote est comptabilisé conformément au principe de l'art. 692 CO³⁹¹. En effet, dans ce cas, le poids de vote d'un actionnaire est proportionnel au montant des valeurs nominales qu'il détient³⁹². Les « voix attribuées aux actions » et les « valeurs nominales » sont donc confondues.
- 208 La situation est différente lorsque la société prévoit un régime d'actions à droit de vote privilégié. Dans ce cas, le droit de vote n'est plus proportionnel aux valeurs nominales. Conséquemment, la majorité qualifiée prend tout son sens et limite le privilège de vote dans la prise des décisions jugées importantes par le législateur³⁹³. Un actionnaire peut certes détenir une majorité des voix représentées, mais avoir dilué sa participation dans une trop large mesure de sorte qu'il ne puisse plus atteindre la majorité absolue des valeurs nominales.
- 209 La modification du droit de la société anonyme de 2020 étend à ce titre le champ des décisions importantes. Parmi les nouvelles décisions soumises à une exigence de majorité qualifiée, nous retrouvons notamment la décotation des titres de participation de la société ou l'introduction d'une clause arbitrale dans les statuts³⁹⁴.
- 210 La protection accordée par la majorité qualifiée représente une lame à double tranchant pour les actionnaires ordinaires. La double majorité leur octroie, dans les faits, un droit de veto fondé sur la part, parfois majoritaire, des valeurs nominales qu'ils détiennent. Cette majorité peut empêcher, dans certains cas, la prise de décisions importantes sans leur accord. Toutefois, ce droit de veto est également offert aux bénéficiaires du privilège qui peuvent s'opposer à l'adoption d'une décision importante, cette fois-ci par la majorité des droits de vote qu'ils détiennent. Dans certaines circonstances, un *statu quo* est atteignable. Ce sera le cas lorsque les bénéficiaires du privilège et les actionnaires ordinaires ne peuvent pas s'accorder sur la direction à suivre.
- 211 Le législateur, très probablement conscient de ce risque, a prévu une seconde couche de protection pour les actionnaires minoritaires en pré-

391 FF 1983 II 757, 943; BSK OR II-DUBS/TRUFFER, ad art. 704 CO, n° 3.

392 FF 1983 II 757, 943; BSK OR II-DUBS/TRUFFER, ad art. 704 CO, n° 3.

393 FF 1983 II 757, 943.

394 FF 2017 353, 511.

voyant quatre catégories de décisions pour lesquelles le privilège de vote est suspendu³⁹⁵. Selon l'art. 693 al. 3 CO, le privilège de vote est inapplicable lorsque la décision porte sur la nomination de l'organe de révision (ch. 1), la nomination d'un expert chargé de vérifier tout ou partie de la gestion (ch. 2), l'institution d'un contrôle spécial (ch. 3) et l'ouverture d'une action en responsabilité (ch. 4). Dans ces cas, le vote est comptabilisé selon la règle de l'art. 692 CO.

Ces décisions que le Tribunal fédéral qualifie de « *besonders empfindlich* », 212 ou particulièrement sensibles, touchent au noyau dur des droits des actionnaires³⁹⁶. Il s'agit en l'occurrence de leur droit de surveillance et d'intenter une action en responsabilité³⁹⁷. Selon VON DER CRONE, ces quatre cas de suspension du privilège représentent un contre-pouvoir face à l'influence que les détenteurs du privilège exercent sur la nomination des membres du conseil d'administration³⁹⁸.

À la lecture de l'art. 693 al. 3 CO, la désignation de l'organe de révision³⁹⁹ et 213 des experts chargés de la vérification de la gestion⁴⁰⁰ ainsi que les décisions d'institution respectivement d'ouverture du contrôle spécial⁴⁰¹ et de l'action en responsabilité⁴⁰² sont soumises à la règle de calcul de l'art. 692 CO. À ce titre, le législateur a choisi de demeurer muet concernant la révocation de l'organe de révision et des experts chargés de vérifier la gestion⁴⁰³.

Nous sommes de l'avis que le privilège de voix devrait également être sus- 214 pendu lorsque le vote porte sur la révocation. Il serait, en effet, contre-productif de reconnaître une situation où la majorité des voix, représentée par les bénéficiaires du privilège, serait capable de révoquer l'organe ou l'expert fraîchement nommé par la majorité du capital, représentée par les actionnaires ordinaires⁴⁰⁴. Tirée à l'extrême, cette situation pourrait mener à une

395 Art. 693 al. 3 CO; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 16 n° 377.

396 ATF 132 III 707 c. 3.

397 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 35 ss; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 434.

398 OFK-DEKKER, ad art. 963 CO, n° 9; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 434. Voir également BÖCKLI (2022), § 3 n° 148, qui soulève implicitement ce contre-pouvoir dans le contexte de l'introduction d'un examen spécial.

399 Art. 727b et 727c CO.

400 Art. 731a al. 3 CO.

401 Art. 697c CO.

402 Art. 756 CO.

403 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 39.

404 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 39.

impossibilité de nommer un organe de révision. En règle générale, ce sont les bénéficiaires du privilège qui décident de la composition du conseil d'administration, à l'exception du représentant de la minorité⁴⁰⁵. Afin de pondérer ce pouvoir, il apparaît équitable que la nomination de l'organe de révision demeure une prérogative de l'ensemble de l'actionnariat. Dans tous les cas, les bénéficiaires du privilège pourront contester cette nomination par les voies de l'action en annulation et de l'action en cas de carence dans l'organisation de la société si des règles légales ou statutaires n'ont pas été respectées⁴⁰⁶.

- 215 Le Tribunal fédéral a également été amené à trancher le rapport entre la majorité des voix et du capital dans un autre contexte juridique, lequel demeure pertinent. Dans l'ATF 143 III 120, les actionnaires d'une SA dotée d'actions à droit de vote privilégié s'étaient retrouvés dans l'impossibilité d'élire l'organe de révision. Cette élection était soumise, à la suspension du privilège.⁴⁰⁷ Un actionnaire détenant une part minoritaire des droits de vote, mais 50 % du capital-actions de la société était opposé⁴⁰⁸. Les bénéficiaires du privilège ont donc décidé d'adopter une clause statutaire selon laquelle le président de l'assemblée générale serait apte à trancher un vote en cas de blocage. Cette possibilité avait notamment été établie dans une jurisprudence plus ancienne du Tribunal fédéral⁴⁰⁹. Cette modification statutaire, ainsi que l'élection du président de l'assemblée générale (qui est en principe le président du conseil d'administration) ne nécessitent toutes deux qu'une majorité des droits de vote⁴¹⁰. Dès lors, il était possible, par ce moyen, d'outrepasser le refus de l'actionnaire minoritaire⁴¹¹. Cette construction juridique, violant le droit de s'opposer à la nomination de l'organe de révision de l'actionnaire minoritaire, a été jugée contraire au droit⁴¹².
- 216 Sur la base de cette jurisprudence récente, nous soutenons l'extension de la suspension du privilège à la révocation de l'organe de révision. Cela per-

405 Art. 709 al. 1 CO.

406 Art. 706 CO et 731b CO; CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 39.

407 ATF 143 III 120, c. 3.1.

408 ATF 143 III 120.

409 ATF 95 II 555, c. 2 s.

410 Art. 704 CO a contrario et art. 703 al. 1 CO.

411 ATF 143 III 120, c. 3.2.

412 ATF 143 III 120, c. 4.4 s.

mettrait d'assurer que ce droit octroyé aux actionnaires minoritaires ne soit pas vidé de son but⁴¹³.

Concernant l'ouverture d'une action en responsabilité, le Tribunal fédéral s'est prononcé en faveur d'une extension de la suspension du privilège au choix du conseil juridique également⁴¹⁴. Cette conclusion est fondée sur le fait que le choix du conseil est étroitement lié à l'action en responsabilité. De ce fait, cette décision est également soumise à la même exigence de vote que l'action principale dont elle découle⁴¹⁵. 217

Dans le même arrêt, notre Haute Cour a également mentionné le cas de la décharge⁴¹⁶, elle aussi étroitement liée à l'action en responsabilité. Or, la question n'a pas été tranchée, car elle n'était pas pertinente en l'espèce. Toutefois, comme le soulève à raison TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, le même raisonnement que pour la nomination du conseil juridique doit trouver une application *mutatis mutandis*⁴¹⁷. Pour reprendre les mots du Tribunal fédéral, en refusant d'étendre la suspension du privilège à la décharge, le risque serait de « compromettre la décision de l'assemblée générale d'engager une action en responsabilité [...] et donc] de remettre en cause le droit octroyé par le législateur à la majorité du capital de décider de l'opportunité d'une telle action »⁴¹⁸. Dès lors, une interprétation extensive incluant la décharge est soutenue. 218

2. La suppression du privilège

La suppression d'actions à droit de vote privilégié peut être opérée de deux manières. La première possibilité consiste à supprimer indirectement le privilège en divisant les actions ordinaires, ou en réunissant les actions à droit de vote privilégié, afin de rétablir une valeur nominale uniforme⁴¹⁹. La seconde possibilité requiert de l'assemblée générale qu'elle modifie la règle de comptabilisation des voix afin de revenir à une règle en proportion 219

413 À ce titre et afin d'éviter tout doute, la bourse de Hong-Kong mentionne explicitement la désignation et la révocation dans son règlement. Voir Rule 8A.24(4) HKLR.

414 ATF 132 III 707, c. 3.1.

415 ATF 132 III 707, c. 3.2.

416 ATF 132 III 707, c. 3.1, qui fonde cette mention sur WATTER/DUBS, p. 917.

417 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 36.

418 ATF 132 III 707, c. 3.2.

419 Art. 623 al. 1 CO; DAENIKER (2013), p. 155; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 442.

de la valeur nominale des actions⁴²⁰. Ces deux méthodes, qui sont en pratique des alternatives⁴²¹, peuvent également être accomplies conjointement afin d'éviter qu'un privilège soit réintroduit postérieurement par l'une ou l'autre porte.

- 220 Dans un cas comme dans l'autre, le législateur n'a pas complètement clarifié les règles portant sur la majorité à atteindre afin d'adopter ces décisions. Au même titre que notre Code des obligations ne prévoit pas explicitement l'étendue de la suspension du privilège de vote, sa suppression, et les conséquences y afférentes, est également controversée. Pour rappel, l'introduction d'actions à droit de vote privilégié requiert l'unanimité des fondateurs lorsqu'elle est prévue à la fondation et une majorité qualifiée lorsqu'elle s'effectue *a posteriori*⁴²².
- 221 La première possibilité revient à diviser, respectivement réunir, l'une des catégories d'actions afin de rétablir une valeur nominale unique. Il s'agit donc d'une suppression indirecte du privilège puisque la règle de comptabilisation demeure celle de l'art. 693 CO. La réunion et la division d'actions n'apparaissent pas au catalogue des décisions importantes sous l'ancien droit. La réunion d'actions, selon l'art. 623 al. 2 aCO requerrait le consentement unanime des actionnaires concernés. La division, quant à elle, n'était pas soumise à une règle de majorité particulière pour y procéder⁴²³.
- 222 La modification du droit de la société anonyme de 2020 a toutefois modifié cette ancienne pratique. L'art. 704 al. 1 ch. 2 CO prévoit désormais que la réunion d'actions est soumise à la majorité qualifiée, pour autant que le consentement des actionnaires concernés ne soit pas requis⁴²⁴. Cet ajout à la liste des décisions importantes a été justifié par la nécessité de permettre des réunions d'actions dans les sociétés cotées⁴²⁵. Dans ces dernières sociétés, il est en effet presque de l'ordre de l'impossible d'obtenir le consentement de tous les actionnaires pour procéder à une réunion d'actions. Toutefois, lorsqu'il s'agit d'actions non cotées, le consentement unanime des actionnaires concernés par la décision de réunion doit toujours être recueilli⁴²⁶.

420 Art. 692 CO; DAENIKER (2013), p. 155.

421 DAENIKER (2013), p. 155.

422 Art. 704 al. 1 ch. 8 CO.

423 Art. 623 al. 1 aCO.

424 Art. 704 al. 1 ch. 2 CO.

425 FF 2017 353, 436.

426 Art. 623 al. 2 CO.

Dans le contexte des actions à droit de vote privilégié, cette dernière règle est particulièrement pertinente compte tenu du fait que ces actions ne sont en principe pas cotées. Concernant la division des actions, le Code des obligations continue à être muet, de sorte qu'il doit en être déduit que la majorité requise dépendra de l'exigence de majorité retenue en cas de suppression directe du privilège⁴²⁷.

À ce jour, la doctrine retient trois théories principales concernant les exigences de vote lors de la suppression directe du privilège. Une première théorie conçoit les actions à droit de vote privilégié comme une catégorie d'actions assimilables aux actions privilégiées⁴²⁸. De ce fait, la suppression nécessite une double approbation comme pour les actions privilégiées⁴²⁹. Une première assemblée spéciale composée uniquement des bénéficiaires devra approuver la suppression⁴³⁰. Si cette première assemblée approuve la décision, une assemblée générale composée de tous les actionnaires devra également avaliser cette décision⁴³¹. Il n'est cependant pas clair si la majorité requise lors de la seconde assemblée rassemblant tous les actionnaires doit être absolue ou qualifiée⁴³². 223

Selon un deuxième courant doctrinal, puisque la suppression du privilège n'est pas expressément mentionnée, cela doit être compris comme un silence qualifié du législateur⁴³³. Selon ces auteurs, l'introduction et la suppression du privilège sont des principes fonctionnellement différents. La première mesure contrevient à l'égalité de traitement des actionnaires en dissociant le risque financier du poids de vote des investisseurs. La seconde, au contraire, rétablit le postulat de base⁴³⁴. Dès lors, l'intérêt pour les actionnaires ordinaires de ne pas subir cette inégalité l'emporte sur l'intérêt des bénéficiaires à perpétuer un régime violant ce principe fondamental du 224

427 Dans un même ordre d'idées, voir BSK OR II-BAUDENBACHER, ad art. 623 CO, n° 8, qui mentionne la nécessité de respecter les règles de majorité prescrites pour l'introduction d'actions à droit de vote privilégié lorsque la réunion ou la division d'actions poursuit ce but.

428 Art. 654 ss CO; DAENIKER (2013), p. 156.

429 DAENIKER (2013), p. 156.

430 Art. 654 al. 2 et 3 CO.

431 Art. 654 al. 2 et 3 CO.

432 RÖTHLISBERGER, p. 73 ss.

433 BSK OR II-LÄNZLINGER, ad art. 693 OR, n° 9; CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 67; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 26 n° 17 ss; NOBEL (1997), p. 34; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 442.

434 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 442.

droit des sociétés⁴³⁵. Par conséquent, seule une majorité absolue est nécessaire puisque celle-ci peine déjà à être obtenue dans les sociétés dotées d'un privilège de vote⁴³⁶.

- 225 Selon un troisième et dernier courant doctrinal, la suppression devrait être soumise à une majorité qualifiée dans le prolongement de l'introduction⁴³⁷. Cette théorie se fonde sur deux arguments principaux.
- 226 Premièrement, en partant du principe que les art. 692 et 693 CO sont des alternatives, l'art. 704 al. 1 ch. 8 CO doit être compris comme une norme générale dont l'application s'étend à toute modification de la structure de vote⁴³⁸. L'introduction et la suppression du privilège menant toutes deux à une modification de la structure de vote, elles devraient être soumises aux mêmes exigences de vote⁴³⁹.
- 227 Secondement, lors de l'introduction, une majorité qualifiée est requise afin de protéger les droits des actionnaires ordinaires qui subissent une réduction de leur influence sur la prise de décision⁴⁴⁰. À partir de ce moment, les actionnaires existants se sont résolus à la volonté de la majorité lors du vote. Les actionnaires entrants, quant à eux, le sont en connaissance du fait que la société dispose d'un privilège de vote⁴⁴¹. Enfin, les bénéficiaires du privilège qui diluent désormais leur participation tout en conservant une majorité des voix deviennent à ce stade « minoritaires » en proportion des valeurs nominales émises⁴⁴². La majorité qualifiée permet donc de solidifier cette stabilité décisionnelle souhaitée⁴⁴³.
- 228 Un rapprochement entre les actions à droit de vote privilégié et les actions privilégiées peut être d'emblée exclu. L'approbation d'une assemblée spéciale lors de la suppression d'une classe d'actions contrevient au droit intransmissible de l'assemblée générale d'adopter et de modifier les statuts⁴⁴⁴. Puisque cette exigence additionnelle entre en conflit direct avec une

435 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 67.

436 BSK OR II-LÄNZLINGER, ad art. 693 CO, n° 9; CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 67.

437 Art. 704 al. 1 ch. 8 CO; ZK-BÜRGI, ad art. 693 CO, n° 19; BÖCKLI, § 12 n° 375 ss.

438 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 442.

439 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 442; ZK-SIEGWART, ad art. 648 CO, n° 15.

440 BÖCKLI, § 12 n° 376.

441 Partageant une opinion similaire, Ho (2021), p. 360.

442 CR CO II-PETER/CAVADINI, ad art. 704 CO, n° 20.

443 BÖCKLI, § 12 n° 376.

444 Art. 698 al. 2 ch. 1 CO; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 443.

disposition centrale du droit de la société anonyme, il faut interpréter les normes applicables aux actions privilégiées restrictivement⁴⁴⁵. Le Tribunal fédéral n'a pas eu l'occasion de se prononcer sur cette question. Toutefois, un arrêt du Tribunal de première instance zurichois était arrivé à une conclusion similaire⁴⁴⁶.

229
Finalement, nous sommes de l'avis que le seuil applicable devrait être celui de la majorité qualifiée. Cette interprétation est justifiée d'abord parce que les deux règles de comptabilisation des droits de vote disponibles sont des alternatives. Les actionnaires doivent donc être libres de choisir la structure la plus appropriée et de s'assurer qu'elle ne pourra pas être modifiée sans un consensus entre une majeure partie des actionnaires. De plus, dans un même ordre d'idées que BÖCKLI, autant les actionnaires existants lors de l'adoption du privilège de vote que les actionnaires entrants *a posteriori* sont informés de la structure de vote⁴⁴⁷. Leur octroyer un traitement favorable lors de l'abolition d'un régime auquel ils se sont volontairement soumis est disproportionné. Enfin, cette exigence de majorité, en cas de suppression directe du privilège, est aussi justifiée dans une perspective d'harmonisation avec le régime applicable en cas de suppression indirecte du privilège. En cas de réunion des actions à droit de vote privilégié, la majorité qualifiée est requise si les actions sont cotées tandis que l'unanimité est nécessaire si elles ne sont pas cotées⁴⁴⁸. Compte tenu du fait que la plus faible majorité requise en cas de suppression indirecte du privilège est une majorité qualifiée, il est cohérent de tenir compte d'un seuil de majorité identique lors de la suppression directe du privilège.

230
Nous rallions donc les mots de PETER/CAVADINI, selon qui il faudrait souscrire avec réserve à l'application de l'art. 703 al. 1 CO, car il serait erroné de considérer que l'art. 704 al. 1 ch. 8 CO ne protège pas également les actionnaires jouissant du privilège de vote⁴⁴⁹. Dans tous les cas, en l'absence d'une clarification légale ou d'une jurisprudence claire sur la question, en application du principe de prudence, il faut requérir la majorité qualifiée⁴⁵⁰.

445 En particulier l'art. 654 al. 2 et 3 CO.

446 RSJ 1995 196 ss, c. 4.1.d.

447 BÖCKLI, § 12 n° 376.

448 Voir supra n° 222.

449 CR CO II-PETER/CAVADINI, ad art. 704 CO, n° 20.

450 DAENIKER (2013), p. 156.

III. *Le débat dans la pratique*

1. *Des avis diamétralement opposés*

- 231 Le débat qui entoure l'opportunité du droit de vote privilégié est très probablement l'un des moins nuancés en matière de gouvernance d'entreprise au sein des sociétés cotées. Étant donné la nature du mécanisme, il est difficile de trouver le juste milieu. Les partisans, dont fait partie jusqu'à ce jour notre Conseil fédéral, font valoir les mérites de cet instrument. En particulier, la préservation d'une majorité décisionnelle lors de la recherche de financement de tiers ou son utilité afin de perpétuer les entreprises familiales⁴⁵¹. Le Code suisse de bonne pratique, dont le but est de promouvoir une gouvernance d'entreprise appropriée au sein des sociétés suisses, demeure muet sur la question⁴⁵². Il mentionne toutefois, dans sa version originale de 2002, le Rapport HOFSTETTER qui soutient le privilège de vote au sein des sociétés cotées⁴⁵³. Les investisseurs institutionnels⁴⁵⁴, les organismes militant pour une meilleure gouvernance d'entreprise comme Ethos⁴⁵⁵ ou encore l'Association suisse des institutions de prévoyance⁴⁵⁶ sont les principaux opposants. Ceux-ci soulèvent différents arguments qui peuvent être rassemblés au sein de trois grandes critiques à savoir une réduction de la valeur de la société, une entrave injustifiée aux prises de contrôle et une augmentation des coûts d'agence⁴⁵⁷. Ce clivage est également retrouvé au sein de notre Parlement où un certain nombre d'interpellations abordent la problématique du droit de vote privilégié⁴⁵⁸. Pour l'instant, le Conseil fédéral refuse d'entrer en matière sur cette question épineuse⁴⁵⁹.

451 FF 2017 353, 413.

452 Le CSBP dans sa version actuelle ne mentionne pas la problématique de l'exercice proportionnel du droit de vote.

453 CSBP (2002), p. 4.

454 Rapport HOFSTETTER, p. 24; LUND, p. 710.

455 ETHOS (2021), p. 117.

456 Rapport HOFSTETTER, p. 24.

457 Dans ce sens, LIDMAN/SKOG, p. 90, qui mentionnent un quatrième argument selon lequel la direction peut plus difficilement être tenue responsable de leurs erreurs. Selon nous, cet argument s'intègre à la problématique du coût d'agence.

458 Interpellation 14.4154, Bischof « Sika Suisse SA. Une raison de plus pour réviser le droit de la société anonyme ? » du 11 décembre 2014, l'interpellation 15.3163, Vogler « Améliorer la protection des actionnaires minoritaires » du 18 mars 2015 et le postulat 15.3504, Minder (retiré) « De l'oligarchie actionnariale à la démocratie actionnariale. Étudier le principe « Une action, une voix » » du 1^{er} juin 2015.

459 FF 2017 353, 413.

Pour VON DER CRONE, contrairement au droit de vote dans un État démocratique, le droit de vote au sein d'une société de capitaux n'a pas de base constitutionnelle. De ce fait, l'autonomie privée des parties doit être respectée lors de son établissement⁴⁶⁰. Cette autonomie privée, selon lui, trouve toutefois une limite face à un intérêt économique général qui constitue le fondement des restrictions du privilège de vote prévu à l'art. 693 al. 3 CO⁴⁶¹. L'actionnaire qui acquiert une participation dans une société soumise à un régime d'actions à droit de vote privilégié, ou votant sur l'introduction de celui-ci, est donc suffisamment informé sur sa situation juridique. Nonobstant cette approche correcte, cette contribution ajoute un complément.

Selon l'avis exprimé dans le présent ouvrage, le droit des sociétés au même titre que le droit privé dans son ensemble est fondé sur le principe de l'autonomie privée dont découle la liberté contractuelle⁴⁶². En principe, les parties à un contrat sont donc libres de déterminer leurs relations personnelles⁴⁶³. La structure de vote dans une société n'échappe pas à ce principe général⁴⁶⁴. Ainsi, une société est libre d'aménager sa structure de vote pour autant qu'il n'y ait pas un motif sérieux qui justifie une intervention de l'État, en particulier une norme de droit impératif contradictoire⁴⁶⁵. Or, si l'État veut restreindre l'autonomie privée, il lui revient de motiver son choix et de prévoir une norme légale restreignant une telle autonomie⁴⁶⁶.

Comme le relève HÄUSERMANN, concernant les sociétés cotées, le droit boursier prévoit de manière ponctuelle des restrictions à l'autonomie privée⁴⁶⁷. En l'absence d'une norme de droit boursier, il faut toutefois se tourner vers le droit de la société anonyme pour définir l'étendue de la liberté contractuelle⁴⁶⁸. Le droit boursier ne légiférant pas sur les règles de comptabilisation du droit de vote, il revient au droit de la société anonyme de le prévoir. Ainsi, les opposants au droit de vote privilégié fondent leur argu-

460 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 429.

461 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 429.

462 Art. 1 et 18 CO ; CR CO I-MORIN, ad art. 1 CO, n° 35 s. ; HÄUSERMANN (2015), p. 10.

463 CR CO I-MORIN, ad art. 1 CO, n° 35 s.

464 Dans ce sens, BÖCKLI (2022), § 3 n° 155 qui parle d'une « liberté organisationnelle » pour exprimer ce principe.

465 LIDMAN/SKOG, p. 90. Sur la portée de l'interventionnisme de l'État eu égard à l'autonomie privée et la liberté contractuelle, voir notamment CR CO I-MORIN, ad art. 1 CO, n° 44 ; HÄUSERMANN (2015), p. 10.

466 LIDMAN/SKOG, p. 89.

467 HÄUSERMANN (2015), p. 13 s.

468 HÄUSERMANN (2015), p. 13 s.

ment sur le fait que le régime de l'art. 692 CO constitue une règle de principe à laquelle certaines sociétés choisissent de déroger⁴⁶⁹. Selon nous, les art. 692 et 693 CO instituent des alternatives de structure actionnariale pour les actionnaires.

- 235 L'art. 626 ch. 5 aCO prescrivait que pour être conformes aux exigences légales, les statuts d'une société anonyme dussent contenir les modalités du droit de vote des actionnaires⁴⁷⁰. La proportion entre le vote et le risque financier ne pouvait donc pas être qualifiée de règle de principe aussi longtemps qu'elle devait nécessairement être mentionnée dans les statuts. Cette norme a cependant été abrogée dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme de 2020. Néanmoins, le Conseil fédéral a justifié cette abrogation par un souci d'allègement compte tenu du nombre toujours plus important de clauses devant figurer dans les statuts des sociétés pour être valables⁴⁷¹. Cette abrogation, qui est légitime, mais regrettable, n'enlève pas de poids à la volonté initiale du législateur qui souhaitait offrir, à première vue, une certaine souplesse dans l'établissement des règles de vote.
- 236 Il est encore nécessaire d'analyser l'éventuel effet dommageable du droit de vote privilégié pour les sociétés. Cette réflexion s'intègre dans un débat plus général sur ce que le marché doit qualifier de bonne gouvernance ou de mauvaise gouvernance. Selon LARCKER/TAYAN, cette problématique est biaisée à deux échelons⁴⁷². Premièrement, ces auteurs retiennent une tendance de généralisation à l'excès entre les sociétés, à savoir la recherche d'une structure unique qui conviendrait à tous⁴⁷³. Cette problématique trouve une appellation générique largement répandue, « *one size fits all* »⁴⁷⁴. Dans le prolongement du premier, le second échelon relevé est une tendance à se référer à des notions générales à l'image d'une « bonne gouvernance » sans réellement en comprendre les caractéristiques et les implications⁴⁷⁵. Comme nous le relevions précédemment, le droit de vote privilégié

469 DAENIKER (2013), p. 147 s., qui relève le fait qu'il est difficile dans la conception actuelle de déterminer si le concept d'une action, une voix est une règle juridique ou un principe idéal; voir aussi LIDMAN/SKOG, p. 90, qui soulèvent également ce constat dans une dimension globale.

470 Voir à ce sujet CR CO II-LOMBARDINI, ad art. 626 CO, n° 16 et 35 ss.

471 FF 2017 353, 436.

472 LARCKER/TAYAN, p. 1.

473 LARCKER/TAYAN, p. 1.

474 CHEN, p. 338.

475 LARCKER/TAYAN, p. 1.

est vu par les investisseurs institutionnels, comme un mécanisme promouvant une mauvaise gouvernance⁴⁷⁶. Cette mauvaise gouvernance, qui contrevient à ce qu'ils qualifient de démocratie actionnariale, est selon eux dommageable pour la société⁴⁷⁷. Afin de pouvoir comprendre cette généralisation d'un effet dommageable, les trois arguments soulevés précédemment, à savoir (i) la réduction de la valeur de la société, (ii) le retranchement des actionnaires de référence et de la direction face à la pression actionnariale et (iii) l'augmentation des coûts d'agence⁴⁷⁸, sont approfondis. Notre positionnement s'inscrit en faveur du maintien et d'une plus grande flexibilité de ce mécanisme. Ce chapitre propose ainsi une approche fondée sur la multitude d'études disponibles qui étudient les conséquences des actions à droit de vote privilégié sur les sociétés cotées.

2. Les trois grandes critiques

2.1 Une diminution de la valeur boursière

Le premier argument se fonde sur l'impact négatif des actions à droit de vote privilégié sur la valeur boursière d'une entreprise. Il constitue la critique principale de ce mécanisme⁴⁷⁹. Cet argument est basé sur la prémisse que les détenteurs du privilège de vote vont être amenés à prendre des décisions qui ne visent pas toujours à maximiser le rendement pour l'actionnariat ordinaire⁴⁸⁰. 237

Nombreuses sont les études qui s'intéressent à cette problématique sur les différentes grandes places boursières. La méthodologie proposée afin d'analyser l'impact sur la valorisation varie selon les études. Certains auteurs s'intéressent à l'impact direct sur une courte période précédant et succédant l'annonce de l'introduction d'actions à droit de vote privilégié⁴⁸¹. Cette méthodologie, qualifiée de « *event study methodology* », permet de quantifier la réaction directe du marché à la suite d'un événement⁴⁸². Le choix de procéder à une analyse sur un intervalle aussi court présuppose que le mar- 238

476 Voir supra n° 231 ; voir également, LARCKER/TAYAN, p. 2.

477 LARCKER/TAYAN, p. 2.

478 Voir supra n° 231.

479 LIDMAN/SKOG, p. 90.

480 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 603 ; SMART/RAHLAMBADRAN/THIRUMALAI/ZUTTER, p. 113.

481 Voir par exemple, DITTMANN/ULBRICHT, p. 163 ss. ; JARRELL/POULSEN, p. 129 ss ; NUESCH, p. 525 ss.

482 OLER/HARRISON/ALLEN, p. 152.

ché soit entièrement efficient, c'est-à-dire qu'il incorpore toutes les ramifications futures d'un événement⁴⁸³. Afin de limiter le risque qu'une étude d'événement soit faussée par un marché qui ne le soit pas entièrement, les études dont l'analyse porte sur les rendements sur le long terme sont également recensées.

- 239 À cet effet, une abondance d'études qui établissent un impact négatif sur la valeur boursière des sociétés cotées et les rendements estimés sur leurs titres de participation⁴⁸⁴. JARRELL/POULSEN et DITTMANN/ULBRICHT proposent des études d'événements portant sur la valorisation à l'annonce d'une introduction ou suppression d'une double classe d'actions⁴⁸⁵. L'étude de JARRELL/POULSEN porte sur 89 sociétés issues de l'AMEX, du NASDAQ et du NYSE⁴⁸⁶. Quant à celle de DITTMANN/ULBRICHT, les sociétés recensées correspondent à 32 sociétés allemandes⁴⁸⁷.
- 240 Néanmoins, une grande majorité de la littérature propose une analyse générale de l'impact des doubles classes d'action sur la valorisation des sociétés sur le long terme. Les champs d'analyses portent sur différents types de marchés. À titre d'exemple, LINS analyse les marchés émergents⁴⁸⁸, CLAESSENS/DJANKOV/FAN/LANG s'intéressent au marché de l'Asie de l'Est⁴⁸⁹ et NENOVA se concentre pour sa part sur 18 pays industrialisés, dont la Suisse⁴⁹⁰. De nombreux auteurs à l'image de LI/ZIATIS, GOMPERS/ISHII/METRICK et AMOAKO-ADU/BAULKARAN/SMITH s'intéressent aux marchés américain et canadien⁴⁹¹. Finalement, JENTSCH focalise ses recherches sur le marché suisse⁴⁹².

483 OLER/HARRISON/ALLEN, p. 152.

484 JARRELL/POULSEN, p. 129 ss; JENTSCH (2019), p. 244; LINS, p. 159 ss; CLAESSENS/DJANKOV/FAN/LANG, p. 2741 ss; VILLALONGA/AMIT, p. 385 ss; DITTMANN/ULBRICHT, p. 163 ss.; KING/SANTOR, p. 2423 ss; MASULIS/WANG/XIE, p. 1697 ss; SMART/THIRUMALAI/ZUTTER, p. 94 ss; BENNEDSEN/NIELSEN, p. 2212 ss; GOMPERS/ISHII/METRICK, p. 1051 ss; BAULKARAN, p. 70 ss; ANDRADE/BRESSAN/IQUIAPAZA, p. 1053 ss; LI/ZAIATS, p. 68; AMOAKO-ADU/BAULKARAN/SMITH, p. 1580 ss; DYCK/ZINGALES, p. 537 ss.

485 DITTMANN/ULBRICHT, p. 163 ss.; JARRELL/POULSEN, p. 129 ss.

486 JARRELL/POULSEN, p. 130.

487 DITTMANN/ULBRICHT, p. 164.

488 LINS, p. 160, qui analyse 1433 sociétés provenant de 18 marchés émergents.

489 CLAESSENS/DJANKOV/FAN/LANG, p. 2747, qui analysent 1301 sociétés, mais seulement 88 comportant une double classe d'actions.

490 NENOVA, p. 328 s., qui analyse 661 sociétés.

491 Voir notamment, AMOAKO-ADU/BAULKARAN/SMITH, p. 1580 ss; GOMPERS/ISHII/METRICK, p. 1051 ss; KING/SANTOR, p. 2425; LI/ZAIATS, p. 68.

492 JENTSCH (2019), p. 213, qui analyse environ 300 sociétés cotées sur le marché suisse.

Pour certains auteurs, la réduction de la valeur de la société est corrélée 241
au degré de protection octroyé aux investisseurs par la réglementation en
vigueur⁴⁹³. LINS relève ainsi que lorsqu'il s'agit des marchés émergents, où
la protection des investisseurs est souvent moins importante, l'effet néga-
tif sera plus prononcé, car le marché anticipera une forte augmentation
des coûts d'agence⁴⁹⁴. Cette réflexion semble suivie également par NENOVA
et LI/ZAIATS dont les données indiquent également un effet négatif, mais
modéré, lorsque la société est soumise à de plus hauts standards régle-
mentaires de gouvernance d'entreprise⁴⁹⁵. Ce raisonnement est également
retenu par JENTSCH qui soutient que les actionnaires minoritaires ne sont
pas suffisamment protégés en droit suisse⁴⁹⁶.

À l'inverse, un nombre équivalent d'études démontrent, sur les mêmes 242
périodes et places boursières, que les privilèges de vote contribuent à une
augmentation de la valeur boursière des sociétés et des rendements escomp-
tés⁴⁹⁷. Ainsi, PARTCH, dans une étude d'événement portant sur 44 sociétés
issues du NYSE ou de l'AMEX, arrive à la conclusion que l'annonce de l'in-
troduction d'un privilège de vote a un impact positif sur la valorisation⁴⁹⁸.

D'autres études s'intéressent aux rendements sur le long terme et sou- 243
tiennent la présence d'actions à droit de vote privilégié en se fondant sur
des considérations relevant de la gouvernance d'entreprises. DIMITROV/
JAIN expliquent ainsi qu'une double classe d'actions permet aux dirigeants
de profiter d'une augmentation anticipée de la croissance de la société pour
lever des fonds sans perdre le contrôle⁴⁹⁹. Encore selon eux, les actionnaires
seront enclins à accepter cette répartition des droits de vote si la réglemen-
tation leur est favorable eu égard à la transparence et à la responsabilité des
dirigeants⁵⁰⁰. VON DER CRONE/PLAKSEN, dans leur analyse sur les sociétés

493 BENNEDSEN/NIELSEN, p. 2220; LINS, p. 177 s.; NENOVA, p. 328 s.; LI/ZAIATS, p. 61 s.

494 LINS, p. 160 et 177 s.

495 LI/ZAIATS, p. 51 s.; NENOVA, p. 328 s.

496 JENTSCH (2019), p. 244 s.

497 CHEMANUR/JIAO, p. 305 ss; JORDAN/KIM/LIU, p. 304 ss; JOG/RIDING, p. 58 ss; KRYZA-
NOWSHI/ZHANG, p. 95 ss; DIMITROV/JAIN, p. 342 ss; VON DER CRONE/PLAKSEN, p. 1 ss;
LAUTERBACH/YAFEH, p. 215 ss; BAUGUESS/SLOVIN/SUSHKA, p. 1244 ss; CREMERS/LAUTER-
BACH/PAJUSTE, p. 1 ss; ANH/FISCH/PATATOUKAS/DAVIDOFF SOLOMON, p. 476 ss; PARTCH,
p. 313 ss.

498 PARTCH, p. 333.

499 DIMITROV/JAIN, p. 364.

500 DIMITROV/JAIN, p. 364.

cotées suisses, arrivent à un même constat⁵⁰¹. Les coûts d'agence étant limités dans cette hypothèse, la création d'une double classe d'actions permet à l'actionnariat ordinaire d'augmenter leur part au bénéfice, ce qui leur est bénéfique sur le long terme⁵⁰².

- 244 Dans un même ordre d'idée, CHEMANUR/JIAO relèvent l'effet positif d'une réglementation limitant l'effet de levier⁵⁰³. Ici encore, dans l'optique d'atteindre une meilleure gouvernance d'entreprise, l'accent porte sur les moyens permettant de réduire un usage excessif de ce mécanisme.
- 245 Enfin, certains auteurs constatent une augmentation particulièrement prononcée de l'accroissement de la valeur boursière les premières années qui suivent l'introduction d'un privilège de vote⁵⁰⁴. Cette croissance tend à s'estomper à partir de la quatrième ou cinquième année suivant la recapitalisation. À ce sujet, ANH/FISCH/PATATOUKAS/DAVIDOFF SOLOMON retiennent que les doubles classes d'actions ne sont, dans une certaine mesure, pas la cause, mais la conséquence d'une bonne gestion⁵⁰⁵. Pour ces auteurs, auxquels d'autres se joignent, cette structure actionnariale excelle lorsque la réputation de l'actionnaire de contrôle est importante pour l'exploitation⁵⁰⁶. En permettant aux actionnaires de contrôle de conserver le contrôle, ceux-ci peuvent continuer à pourvoir leur vision, potentiellement lucrative pour l'actionnariat, et à prendre les risques y afférent⁵⁰⁷.
- 246 Finalement, pour d'autres auteurs, les données récoltées ne permettent pas d'affirmer qu'une structure actionnariale soit plus performante qu'une autre⁵⁰⁸. ADAMS/FERREIRA retiennent à ce titre l'incohérence des études menées jusqu'à présent, dont les résultats se contredisent en dépit de paramètres de recherche similaires⁵⁰⁹. Ces auteurs soulignent ainsi que l'effet sur la valorisation d'une structure actionnariale dépend fondamentalement du

501 VON DER CRONE/PLAKSEN, p. 31 s.

502 DIMITROV/JAIN, p. 364.

503 CHEMANUR/JIAO, p. 315.

504 ANH/FISCH/PATATOUKAS/DAVIDOFF SOLOMON, p. 482; CREMERS/LAUTERBACH/PAJUSTE, p. 35; DIMITROV/JAIN, p. 347. Le taux de croissance oscille entre 1-2 % et 23,11 % selon les études sur cette durée.

505 ANH/FISCH/PATATOUKAS/DAVIDOFF SOLOMON, p. 488.

506 ANH/FISCH/PATATOUKAS/DAVIDOFF SOLOMON, p. 488; BAUGUCESS/SLOVIN/SUSHKA, p. 1246; CHEMANUR/JIAO, p. 316; CREMERS/LAUTERBACH/PAJUSTE, p. 35.

507 BAUGUCESS/SLOVIN/SUSHKA, p. 1246; CHEMANUR/JIAO, p. 316; JORDAN/KIM/LIU, p. 326 s.

508 ADAMS/FERREIRA, p. 51 ss; ANDERSON/OTTOLENGHI/REEB, p. 1 ss; KUNZ (2002), p. 30 ss; NUESCH, p. 525 ss; BERGSTRÖM/RYDQVIST, p. 255 ss.

509 ADAMS/FERREIRA, p. 85.

contexte de faits dans lequel la société analysée s'inscrit⁵¹⁰. Puisque les critères pertinents divergent selon les sociétés, une analyse globale du marché apparaît vouée à l'échec⁵¹¹.

Conséquemment, la contradiction entre les études précitées est suffisamment probante pour affirmer qu'il n'est, à ce jour, pas possible de tirer des conclusions généralisées⁵¹². L'utilisation d'actions à droit de vote privilégié semble exercer une influence tantôt positive tantôt négative sur la valorisation boursière des sociétés. Cette absence de clarté suffit à démontrer que l'abolition des actions à droit de vote privilégié ne peut pas être fondée, en l'état actuel des choses, sur les seules constatations empiriques. 247

2.2 Une entrave aux prises de contrôle

La deuxième critique porte sur l'entrave causée par les actions à droit de vote privilégié aux opportunités de prises de contrôle⁵¹³. Cette critique est dirigée en particulier envers les sociétés dont le domaine d'activité est concentré sur les nouvelles technologies⁵¹⁴ et les sociétés de famille⁵¹⁵. Lorsque le fondateur d'une société ou son actuel actionnaire de contrôle n'est plus capable de maximiser les profits des investisseurs, le marché doit pouvoir réagir en concordance et tenter de prendre le contrôle⁵¹⁶. Or, le bénéficiaire du privilège entrave cette réaction du marché en usant de son droit de vote accru. Ce faisant, il peut empêcher une prise de contrôle aussi bien amicale qu'hostile à son bon vouloir. Partant, les sociétés cotées dotées d'actions à droit de vote privilégié devraient être moins sujettes à des prises de contrôle que les sociétés cotées dotées d'une seule classe d'actions. 248

En Suisse, peu de sociétés cotées auprès de la SIX sont encore dotées d'actions à droit de vote privilégié. Toutes sociétés cotées comprises au 1^{er} août 249

510 ADAMS/FERREIRA, p. 85.

511 ADAMS/FERREIRA, p. 85.

512 Dans ce sens également, LIANG/PARK/ZHANG, p. 15. Ces auteurs, dont l'analyse indique un impact positif général du droit de vote privilégié sur la valorisation de la société, mentionnent toutefois que les effets d'un privilège de vote varient entre les sociétés et dépendent fortement de leurs structures propres.

513 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 611; GAULIS/MICHEL, p. 4; LIDMAN/SKOG, p. 95.

514 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 591.

515 DAENIKER (2013), p. 150; GAULIS/MICHEL, p. 2.

516 Cette réaction du marché est analysée extensivement par MANNE, p. 1430 s. qui la nomme « market for corporate control ». Le marché agit ainsi comme un mécanisme de correction. Voir à ce sujet également SHARFMAN (2021), p. 5.

2020, seulement 13 sociétés sur 230 en font usage, soit 5,65 % des participants⁵¹⁷. Historiquement, cette proportion a chuté drastiquement dans les trente dernières années. En reprenant les données de VON DER CRONE/REISER/PLAKSEN, en 1996, 46 % des sociétés cotées étaient dotées d'actions à droit de vote privilégié, mais seulement 28 % en 2003 et 22 % entre 2005 et 2008⁵¹⁸. Il reste encore à voir si cette proportion coïncide avec les sociétés ciblées par des tentatives de prises de contrôle.

- 250 Dans le but de récolter les informations pertinentes, les données publiées par COPA concernant les tentatives d'offres publiques d'acquisition sur les sociétés cotées en Suisse sont reprises. Un échantillon s'étalant du 1^{er} janvier 2011 au 31 décembre 2020 a été constitué et les tentatives s'étant soldées par un échec ont été soustraites. Sur les 42 offres publiques d'acquisition retenues, 10 d'entre elles (24 %) visaient des sociétés dotées d'actions à droit de vote privilégié⁵¹⁹. Sur ces 10 offres publiques d'acquisition, huit étaient amicales et deux indéterminées, les conseils d'administration s'étant abstenus dans ces deux derniers cas de prendre position sur les offres.
- 251 La proportion d'offres ciblant des sociétés cotées dotées d'actions à droit de vote privilégié semble donc corroborer avec la part du marché qu'elles occupaient au début des années 2000 et ostensiblement supérieure à leur proportion actuelle. L'argument selon lequel, en Suisse, les actions à droit de vote privilégié entravent les prises de contrôle apparaît peu convaincant à cet égard.
- 252 Une étude entreprise par SKOG en Suède rend compte de résultats similaires sur le marché suédois. Cette étude est utilisée à titre comparatif compte tenu des caractéristiques de la réglementation suédoise. La réglementation suédoise prévoit une limitation de l'effet de levier identique à notre ordre juridique et une protection équivalente des actionnaires minoritaires concernant la prise de décisions⁵²⁰. Il y est démontré que durant la période allant de 1990 à 2002, 64 % des sociétés cotées ciblées par des tentatives de prise de contrôle étaient dotées d'actions à droit de vote privilégié⁵²¹. Ce pourcen-

517 Voir supra Tableau 2.

518 VON DER CRONE/REISER/PLAKSEN, p. 95.

519 Voir supra Tableau 3.

520 À ce sujet, voir LIDMAN/SKOG, p. 106 s.

521 SKOG, p. 304.

tage s'aligne ici avec la proportion de sociétés disposant d'une double classe d'actions dans la période donnée, à savoir 69 %⁵²².

Compte tenu de notre étude menée sur le marché helvétique et du rapprochement avec le marché suédois, nous sommes de l'avis que la critique selon laquelle le privilège de vote entrave les tentatives de prise de contrôle est également difficilement soutenable. 253

2.3 Une augmentation des coûts d'agence

Le coût d'agence représente l'une des concrétisations de la gouvernance d'entreprise. La théorie de l'agence, telle que définie par JENSEN/MECKLING, met en scène une personne (le principal) qui en engage une autre (l'agent)⁵²³. Le principal délègue ensuite une partie de son pouvoir décisionnel afin que l'agent puisse accomplir une ou des tâches qui lui seraient confiées⁵²⁴. Le principal va vouloir maximiser la rentabilité de son investissement, tandis que l'agent s'efforcera d'y parvenir en contrepartie d'une rétribution. Dans la recherche d'un but à priori commun, la relation d'agence implique une asymétrie d'informations ainsi qu'une divergence d'intérêts et de motivation entre le principal et l'agent. En effet, ce dernier est naturellement focalisé sur ses propres intérêts⁵²⁵. Les coûts supportés par le principal afin d'aligner les intérêts de l'agent aux siens, en particulier sa surveillance, sont qualifiés de coûts d'agence⁵²⁶. 254

La relation d'agence principalement étudiée est celle entre le pourvoyeur de fonds, à savoir l'actionnaire, et le dirigeant qu'il nomme⁵²⁷. Cependant, une seconde relation d'agence existe lorsque la société est dotée d'actions à droit de vote privilégié, soit entre le(s) bénéficiaire(s) du privilège et les actionnaires ordinaires⁵²⁸. En présence de telles actions, l'alignement usuel entre le risque financier et le pouvoir décisionnel des bénéficiaires du privilège n'est pas maintenu. Certaines études relèvent un coût d'agence lié au risque d'extraction des biens sociaux au profit des bénéficiaires du privi- 255

522 SKOG, p. 304.

523 JENSEN/MECKLING, p. 308.

524 JENSEN/MECKLING, p. 308.

525 JENSEN/MECKLING, p. 308.

526 JENSEN/MECKLING, p. 308.

527 PHILIPPE (2018), p. 304 s.

528 BARZUZA (2018), p. 163; LIDMAN/SKOG, p. 100; MASULIS/WANG/XIE, p. 1697 s.

lège et à une isolation injustifiée face à la pression actionnariale⁵²⁹. Ce coût d'agence a deux conséquences. D'une part, il réduit la valeur de la société et donc les rendements escomptés en comparaison des sociétés composées d'une seule classe d'action⁵³⁰. En effet, si les coûts d'agence sont plus élevés, le marché doit réagir négativement à cette information. D'autre part, une augmentation disproportionnée des primes versées pour les blocs d'actions de contrôle aliénés par les bénéficiaires du privilège devrait aussi être relevée. Une telle augmentation doit intervenir puisque la prime de contrôle tient compte des bénéfices propres que l'acquéreur pourra tirer de l'extraction de biens sociaux⁵³¹.

- 256 Concernant la première critique, nous renvoyons à notre constat relevé précédemment concernant la valorisation boursière et limitons notre analyse aux rendements des titres. Sur ce point, VON DER CRONE/PLAKSEN ont publié en 2010 une étude qui relate un rendement des titres plus important lors d'acquisitions en présence d'actions à droit de vote privilégié depuis l'année 2000⁵³². Selon nous, cette étude contribue suffisamment à remettre en cause cette problématique.
- 257 Finalement, LIDMAN/SKOG, dans leur analyse, démontrent aussi que les primes de contrôle versées aux actionnaires de contrôle en présence d'actions à droit de vote privilégié varient grandement selon le pays analysé⁵³³. Ils relèvent ainsi des primes de contrôle élevées en Italie, au Mexique et au Brésil, mais inversement faibles dans les pays scandinaves et au Canada⁵³⁴. Ils justifient ce constat en recentrant le débat sur la protection des actionnaires minoritaires⁵³⁵. Selon eux, le privilège de vote n'est pas le facteur principal influençant le versement d'une prime de contrôle élevée aux bénéficiaires⁵³⁶. La cause réelle serait une mauvaise protection des actionnaires minoritaires, en particulier concernant les moyens de contestation des décisions sociales, et plus généralement une mauvaise gouvernance d'entreprise

529 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 613 ss; GOMPERS/ISHII/METRICK, p. 1053 LIDMAN/SKOG, p. 99; MASULIS/WANG/XIE, p. 1697 s.

530 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 613 ss; GOMPERS/ISHII/METRICK, p. 1053 LIDMAN/SKOG, p. 99; MASULIS/WANG/XIE, p. 1697 s.

531 LIDMAN/SKOG, p. 98; sur une analyse des primes de contrôle en droit suisse, voir infra n° 493 ss.

532 VON DER CRONE/PLAKSEN, p. 27 s.

533 LIDMAN/SKOG, p. 98.

534 LIDMAN/SKOG, p. 98.

535 LIDMAN/SKOG, p. 98 s.

536 LIDMAN/SKOG, p. 98.

au sens large⁵³⁷. Il serait par conséquent opportun pour le législateur de se focaliser sur l'aménagement de règles aussi bien en droit privé qu'en matière de réglementation financière afin de mieux protéger les actionnaires minoritaires de manière générale.

2.4 Synthèse

Le débat sur les actions à droit de vote privilégié a grandement évolué ces dernières années. Afin de demeurer suffisamment compétitives, les places boursières doivent s'adapter à la demande du marché dont font partie les actions à droit de vote privilégié. 258

Nombreuses sont les préconceptions mal fondées sur cet instrument juridique, ses opposants ayant habilement placé l'hypothèse d'un effet domageable sur l'actionnariat minoritaire au centre des discussions. Cependant, les résultats se contredisent dans une trop large mesure pour mesurer de manière claire le réel impact de l'introduction d'un privilège de vote sur les actionnaires ordinaires. En tenant compte des constats empiriques soulevés, l'interdiction des actions à droit de vote privilégié – et par conséquent la restriction de la liberté organisationnelle qui en découle – serait, sans justification concrète, inconvenante. 259

Toutefois, il demeure nécessaire d'intervenir afin d'encadrer les assujettis qui voudraient recourir à cette structure de vote. Le Conseil fédéral et le législateur l'avaient déjà compris lors des modifications législatives de 1936 et de 1991. Lors de la première, ils introduisirent les actions à droit de vote privilégié en Suisse sous couvert du respect de conditions strictes⁵³⁸. Lors de la seconde, ils élargirent les restrictions applicables⁵³⁹. Ces règles se retrouvent encore à ce jour au sein du droit en vigueur⁵⁴⁰. Afin de protéger les actionnaires ordinaires et d'assurer le plus haut niveau de gouvernance, l'établissement de règles claires est nécessaire. Pareillement, afin de garantir une meilleure prise en compte des intérêts des actionnaires ordinaires, il serait judicieux d'offrir une plus grande flexibilité à l'institution du privilège de vote. Ces deux axes de réflexion seront abordés au prochain chapitre. 260

537 CARVAHAL DA SILVA/SUBRAHMANYAM, p. 18; DYCK/ZINGALES, p. 590; LIDMAN/SKOG, p. 98 s.; NENOVA, p. 345.

538 BÖCKLI (2022), § 3 n° 143 ss.

539 FF 1983 II 757, 803 s.

540 BÖCKLI (2022), § 3 n° 143 ss; GERSTER, p. 19; GAULIS/MICHEL, p. 2.

IV. *De lege ferenda*

1. Introduction

261 Les places financières doivent être toujours plus attractives pour les sociétés présentes sur leur marché, mais aussi pour les nouvelles sociétés considérant une introduction en bourse. En Suisse, les sociétés dotées d'un privilège de vote s'introduisant en bourse dans les dernières années deviennent de plus en plus rares⁵⁴¹. Cette tendance suit dans une certaine mesure une évolution inverse à ce qui peut être observé à l'étranger et en particulier aux États-Unis⁵⁴². Pour ne citer qu'elles, Facebook, Lyft, Pinterest, LinkedIn, Snapchat, Alibaba ou encore Alphabet font partie de ces sociétés cotées s'étant introduites en bourse avec un privilège de vote⁵⁴³. Néanmoins, bien que de nombreuses sociétés connues du grand public se soient cotées avec un régime de double classe d'actions, même aux États-Unis, une très grande majorité des sociétés cotées continuent à s'introduire en bourse en suivant un schéma classique d'« une action, une voix », comme en témoignent les données de LIANG/PARK/ZHANG⁵⁴⁴.

262 La pesée des intérêts entre la recherche de nouveaux investisseurs et la part du contrôle que les fondateurs ou actionnaires de contrôle sont prêts à céder est une tâche ardue. Comme le décrit dans un rapport de 2018 le *CFA Institute*, les sociétés usant de privilèges de vote remplissent généralement au moins l'une de trois caractéristiques : (i) le fondateur de la société est perçu comme indispensable à son succès ; (ii) la société a dû opérer d'importantes levées de fonds avant l'introduction en bourse pour financer une croissance fulgurante ou (iii) les fondateurs veulent stabiliser le contrôle en particulier face à des acquisitions hostiles⁵⁴⁵. De l'autre côté, les grands investisseurs, notamment institutionnels, s'opposent farouchement aux privilèges de vote⁵⁴⁶. Ce désaccord contribue ainsi naturellement au désintérêt d'une introduction en bourse si celle-ci signe la perte du contrôle détenu jusqu'à présent.

541 Voir supra Tableau 2.

542 HÄUSERMANN (2015A), p. 240 s.

543 BURSON/JENSEN, p. 206; WEI/YOUNG, p. 7; CFA INSTITUTE (2018), p. 1.

544 LIANG/PARK/ZHANG, p. 10. Ces auteurs relèvent que pour la période 1996-2019, sur 2061 introductions en bourse analysées, seulement 190 sociétés (9,22 %) se sont introduites en bourse avec un régime d'actions à droit de vote privilégié.

545 CFA INSTITUTE (2018), p. 1.

546 BURSON/JENSEN, p. 207; LIDMAN/SKOG, p. 87.

Selon l'avis exprimé dans cette contribution, il serait bénéfique d'offrir plus de flexibilité aux fondateurs et actionnaires de référence dans l'organisation de leur actionnariat. Cela leur octroierait une plus grande liberté afin d'accommoder ces grands investisseurs qu'ils convoitent. 263

Pour cette raison, les grandes places financières qui étaient historiquement opposées aux actions à droit de vote privilégié, à l'image de Singapour et Hong-Kong, ont dû se résoudre à les autoriser. Le Royaume-Uni, lui aussi longtemps opposé, considère également leur autorisation. Toutes ont toutefois élaboré des règles strictes afin de limiter les abus. 264

L'une des restrictions retenues, la clause crépusculaire obligatoire, permet de convertir les actions à droit de vote privilégié en actions ordinaires lors de la réalisation de termes temporels ou événementiels⁵⁴⁷. Ce type de clause permet de tenir compte de plusieurs risques inhérents à l'évolution d'une société. Les limitations temporelles permettent de réduire le risque qu'un dirigeant, dont les capacités se dégradent avec le temps, maintienne le contrôle de la société au détriment des investisseurs⁵⁴⁸. Les limitations événementielles tiennent compte du risque inhérent au transfert du contrôle en dehors d'un cercle restreint d'actionnaires, notamment les actionnariats familiaux. Par exemple, dans certains cas, le successeur d'un fondateur ou d'un dirigeant pourrait ne pas être apte à diriger ou ne pas être aussi compétent que le fondateur⁵⁴⁹. Dans cette hypothèse, une clause crépusculaire pourrait limiter ce risque en ôtant le privilège lors de la succession dans une société de famille. 265

Au niveau européen, la directive 2004/25/CE ne prévoit pas de mécanisme s'apparentant aux clauses crépusculaires. Le seul mécanisme prévu s'en rapprochant relève de la « *breakthrough rule* »⁵⁵⁰. Ce mécanisme correspond en réalité à une suspension du privilège de vote plutôt qu'à une suppression du privilège de vote⁵⁵¹. La *breakthrough rule* suspend les privilèges de vote lors de la première assemblée générale suivant l'acquisition de plus de 75 % des droits de vote, au cours de laquelle des décisions sur des modifications 266

547 SHARFMAN (2018), p. 6.

548 BEBCHUK (2017), p. 605.

549 BEBCHUK (2017), p. 606; voir également CHENAUX (2015), p. 520 qui mentionne une étude menée aux États-Unis selon laquelle seulement 12 % des sociétés de famille survivent à la troisième génération et 3 % aux suivantes.

550 PAPADOPOULOS (2010), p. 128.

551 Art. 11 par. 4 Directive 2004/25/CE.

des statuts ainsi que la révocation et la nomination des membres du conseil d'administration ou de direction sont prises⁵⁵². La portée de ce mécanisme est néanmoins limitée compte tenu du caractère dispositif de l'art. 11 Directive 2004/25/CE⁵⁵³.

- 267 D'autres pays, à l'image de la France, prévoient un privilège de vote en la forme d'actions de loyauté, dont le privilège dépend de la durée de détention des actions⁵⁵⁴. Sur ce dernier point, des opposants aux actions à droit de vote privilégié proposent l'adoption d'actions de loyauté comme remède face aux risques qu'ils soulèvent dans leur critique⁵⁵⁵. Celui-ci est censé promouvoir les rendements sur le long terme⁵⁵⁶. Ce régime d'actions de fidélité, également nommé *tenure voting*, est lui aussi vu par certains comme une potentielle solution⁵⁵⁷.
- 268 Ces deux mécanismes, dont le but est de trouver un juste milieu entre les intérêts de chacun, nécessiteraient en Suisse un aménagement important des dispositions légales en vigueur afin d'être utilisés. Pour cette raison, nous examinerons dans quelle mesure il pourrait être opportun ou non d'implémenter ces mécanismes au sein de notre ordre juridique. Cela, dans le but d'offrir un meilleur environnement de négociation pour nos jeunes entreprises innovantes et nos entreprises établies souhaitant s'introduire en bourse.

2. Les clauses crépusculaires

- 269 Derrière leur terminologie raffinée, les clauses crépusculaires sont fondées sur la prémisse que le privilège de vote est un droit *ad personam*. Puisque celui-ci est octroyé à un cercle défini d'actionnaires et à un moment donné, le privilège de vote devrait pouvoir être retiré lors de la réalisation de certaines conditions temporelles et événementielles⁵⁵⁸.

552 Art. 11 par. 4 Directive 2004/25/CE.

553 PAPADOPOULOS (2008), p. 41.

554 JENTSCH (2019a), p. 2 ; la terminologie utilisée en France est « droit de vote double ».

555 BERGER/DAVIDOFF SOLOMON/BENJAMIN, p. 309 ; EDELMAN/JIANG/THOMAS, p. 1028 ; ROE/CENZI VENEZZE, p. 475.

556 Rapport Assemblée nationale (FR), § 2/II/B.

557 BERGER/DAVIDOFF SOLOMON/BENJAMIN, p. 309 ; EDELMAN/JIANG/THOMAS, p. 1028 ; ROE/CENZI VENEZZE, p. 475.

558 SHARFMAN (2018), p. 6.

L'intérêt à maintenir le privilège de vote peut être important à la suite d'une introduction en bourse et s'estomper au fil des années⁵⁵⁹. Il peut donc être opportun pour les actionnaires ordinaires de se prononcer sur son maintien à intervalles réguliers, le cas échéant l'abolir après une durée déterminée⁵⁶⁰. Cette possibilité peut être prévue par l'introduction d'une clause crépusculaire à terme, *fixed-term sunset* en anglais, selon laquelle le privilège de vote est octroyé à son bénéficiaire pour une durée déterminée⁵⁶¹. 270

À titre d'exemple, la durée usuelle des clauses crépusculaires à terme sur le marché américain varie généralement entre cinq et vingt ans pour une durée moyenne de sept ans⁵⁶². En principe, le terme peut être reconduit pour une même durée par une décision des actionnaires ordinaires, prise à la même majorité que lors de l'introduction du privilège de vote. À défaut d'être reconduit, le privilège de vote sera aboli à l'échéance statutaire sans nécessiter une décision sociale supplémentaire⁵⁶³. Cette clause permet de forcer le bénéficiaire du privilège à aligner ses intérêts propres à ceux des actionnaires ordinaires. S'il n'y parvient pas, il perdra son privilège à l'issue de la durée prévue dans les statuts. 271

Pour d'autres, la légitimité du privilège de vote n'est pas une question de temps, mais relève plutôt de certaines caractéristiques du bénéficiaire. Selon eux, le privilège de vote est attribué à un actionnaire en raison de caractéristiques propres à sa personne, à savoir essentiellement son statut de fondateur ou son appartenance à une famille déterminée⁵⁶⁴. Toute action à droit de vote privilégié transférée à une personne ne présentant pas les mêmes caractéristiques que le détenteur initial contrevient de ce fait à leur attribution initiale⁵⁶⁵. Afin de répondre à cette problématique, les statuts peuvent prévoir des clauses crépusculaires conditionnées, *event-trigger sunset*, qui retirent le privilège de vote à la survenance d'un événement déterminé⁵⁶⁶. À ce titre, le départ d'une position dirigeante⁵⁶⁷, le décès⁵⁶⁸, l'incapacité de 272

559 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 618; LIANG/PARK/ZHANG, p. 5.

560 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 619; FISCH/DAVIDOFF SOLOMON, p. 1062.

561 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 619; WINDEN, p. 870.

562 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 619; WINDEN, p. 870.

563 MOORE, p. 104.

564 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 589; BÖCKLI, § 4 n° 135.

565 BÖCKLI, § 4 n° 135.

566 MOORE, p. 104.

567 MOORE, p. 104; FISCH/DAVIDOFF SOLOMON, p. 1086.

568 MOORE, p. 104; FISCH/DAVIDOFF SOLOMON, p. 1086.

discernement⁵⁶⁹, l'aliénation à un tiers qui ne ferait pas partie d'une famille déterminée ou d'un cercle de fondateurs⁵⁷⁰ ou la détention d'une participation inférieure à un seuil minimal⁵⁷¹ peuvent être des causes d'abolition du privilège.

- 273 Les clauses crépusculaires à terme et conditionnées empruntent de ce fait une racine similaire, mais des utilités distinctes. La première a pour vocation de prévoir une renonciation du privilège de vote, sans pour autant en sanctionner le transfert. La seconde, quant à elle, permet de prévoir les modalités de renonciation du privilège de vote en cas de transfert partiel ou complet. Leur utilité fluctue ainsi selon la structure actionnariale de la société⁵⁷².
- 274 Ces deux clauses ne peuvent toutefois pas être prévues statutairement au sein de notre ordre juridique en cas de transfert. Ce manque de flexibilité des structures de vote s'opère au détriment de tous. D'une part, les potentiels bénéficiaires du privilège font face à un choix cornélien entre une introduction en bourse et le risque de perdre le contrôle détenu. De l'autre, les actionnaires ordinaires se retrouvent privés d'opportunités d'investissement dans des sociétés dont les fondateurs ne sont pas prêts à supporter le risque de la perte de ce contrôle.
- 275 Les clauses crépusculaires à terme ont un faible intérêt pour notre ordre juridique. Le but des actions à droit de vote privilégié est d'offrir aux bénéficiaires une certaine liberté dans la gestion de la société. Ils peuvent ainsi prendre des décisions sans subir une trop forte pression des actionnaires

569 MOORE, p. 104.

570 MOORE, p. 104; FISCH/DAVIDOFF SOLOMON, p. 1086.

571 MOORE, p. 104; FISCH/DAVIDOFF SOLOMON, p. 1086.

572 La littérature n'est pas unanime sur la forme la plus optimale à adopter en matière de clauses crépusculaires. Voir notamment BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 631; KIM/MICHAELY, p. 32, qui arrivent tous deux à la conclusion que les clauses crépusculaires à terme sont plus avantageuses. LIANG/PARK/ZHANG, p. 31 ss, semblent arriver au constat que dans leur globalité, les sociétés bénéficiant d'une clause crépusculaire offrent de meilleurs rendements que les sociétés à une seule classe d'actions ou à double classe d'actions sans clauses crépusculaires. Ces auteurs mettent néanmoins l'accent sur le fait que d'après leurs données, les clauses crépusculaires qui sanctionnent le transfert des actions (clauses crépusculaires conditionnées) sont moins efficaces que les clauses qui ne le sanctionnent pas (clauses crépusculaires à terme). Contra: FISCH/DAVIDOFF SOLOMON, p. 1094, qui arrivent à la conclusion que les clauses crépusculaires conditionnées offrent un meilleur rendement que les clauses crépusculaires à terme, mais que les données sont trop limitées pour pouvoir complètement évaluer leur impact sur le marché.

voulant rentabiliser leur investissement sur le court terme sans nécessairement tenir compte des conséquences dans une perspective de long terme. Un terme interfère avec cette liberté en imposant aux bénéficiaires du privilège un devoir de satisfaction des actionnaires « court terme ». Si un degré de satisfaction suffisant n'est pas atteint, les bénéficiaires ne pourront pas renouveler leur privilège à l'échéance du terme⁵⁷³. Puisque cette forme de clause crépusculaire va à l'encontre du but même des actions à droit de vote privilégié sans offrir d'avantages particuliers, cette contribution s'oppose à leur implémentation.

2.1 Les obstacles de lege lata

Après avoir exclu les clauses crépusculaires à terme, ce chapitre se concentre sur les clauses crépusculaires conditionnées et les obstacles auxquels elles font face actuellement. Plusieurs explications sont offertes par la doctrine qui se fonde sur le rattachement du privilège de vote aux actions⁵⁷⁴. 276

Le privilège de vote suisse découle de la différence entre les valeurs nominales des actions émises⁵⁷⁵. De ce fait, le privilège est rattaché aux actions et non pas au titulaire des actions, comme il serait le cas lorsque le droit de vote d'une action est lui-même accru⁵⁷⁶. 277

Afin de prévoir l'abolition du droit de vote privilégié à la survenance d'un événement déterminé, il faut à la fois le conditionner et également pouvoir l'abolir partiellement selon les conditions. Une abolition partielle sera notamment nécessaire lorsqu'un bénéficiaire contrevient à la clause, mais que d'autres bénéficiaires continuent à respecter les conditions de la clause. Puisque le privilège n'est pas rattaché au droit de vote lui-même, mais aux actions, deux hypothèses coexistent. La première possibilité revient à supprimer la clause statutaire octroyant le privilège et à diviser les actions ordinaires afin d'uniformiser les valeurs nominales. Dans ce cas, le privilège est intégralement supprimé⁵⁷⁷. La seconde consiste à réunir les actions à droit de vote privilégié pour atteindre la valeur nominale d'une action ordi- 278

573 Dans ce sens, LIDMAN/SKOG, p. 109; dans un même ordre d'idées FISCH/DAVIDOFF SOLOMON, p. 1085.

574 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 444 s.; CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 84 s.; HÄUSERMANN (2015A), p. 245.

575 Voir supra n° 185.

576 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 47.

577 HÄUSERMANN (2015A), p. 245; Rapport VON DER CRONE, p. 9.

naire⁵⁷⁸. Cependant, la réunion d'actions non cotées nécessite le consentement de tous les actionnaires concernés afin de déployer un effet⁵⁷⁹. En pratique, si les actions à droit de vote privilégié ne sont pas cotées, il n'est pas possible d'imposer à un actionnaire la réunion de ses actions, ce qui rendrait toute clause crépusculaire conditionnée inefficace⁵⁸⁰. Si les actions sont cotées, il faudrait tout de même requérir l'approbation de l'assemblée générale, ce qui poserait toujours un problème organisationnel identique⁵⁸¹.

- 279 À cela s'ajoute encore le fait que la réunion d'actions, à l'instar de la division, nécessite une modification des statuts⁵⁸². Dès lors, toute réunion d'actions doit faire l'objet d'un acte authentique et être inscrite au registre du commerce, ces deux opérations augmentant toujours plus les charges supportées par la société⁵⁸³.
- 280 Le droit suisse ne dispose donc pas, en l'état, d'un cadre légal adapté afin de permettre aux actionnaires de conditionner le privilège de vote.

2.2 De lege ferenda

- 281 Le droit en vigueur, contrevient à la mise en place d'un privilège de vote flexible en empêchant notamment de l'abolir partiellement. Cette situation creuse le fossé entre les actionnaires ordinaires et les bénéficiaires du privilège, ce qui est regrettable. Face à cette situation, deux propositions pourraient concilier leurs intérêts.
- 282 La première, timide, revient à prévoir expressément à l'art. 623 CO qu'une catégorie d'actionnaires peut approuver par avance une clause crépusculaire conditionnée, et incidemment la réunion de leurs actions. Ainsi, les actions dotées du privilège de vote peuvent être réunies lorsque leur bénéficiaire ne respecte plus les conditions de leur octroi. Cette proposition a pour avantage d'offrir une plus grande souplesse aux actionnariats, en particulier au sein des sociétés cotées.

578 HÄUSERMANN (2015A), p. 245; Rapport VON DER CRONE, p. 9, qui mentionnent cette entrave dans le contexte des clauses crépusculaires à terme.

579 Art. 623 al. 2 CO et 704 al. 1 ch. 2 CO.

580 CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, ad art. 623 CO, n° 8.

581 Art. 623 al. 1 CO.

582 Art. 623 al. 1 et 626 al. 1 ch. 4 CO.

583 Art. 647 CO; Annexe 1.3 OEmol-RC.

La seconde, incisive, nécessite une réforme des règles sur le droit de vote dans la société anonyme à laquelle notre Conseil fédéral s'oppose⁵⁸⁴. Essentiellement, le cadre légal demeurerait le même, en particulier concernant les conditions d'introduction du droit de vote privilégié et les règles portant sur la suspension du privilège. Seul serait modifié le principe de l'adéquation entre le droit de vote et la valeur nominale. 283

Le premier avantage de cette modification consiste en une harmonisation avec la grande majorité des États qui autorisent un droit de vote différencié porté par une action. Cette proposition facilite également l'adaptation des statuts à l'issue des opérations de suppression partielle. Si le poids du vote ne dépend plus de la valeur nominale, il est sans importance que les statuts tiennent à jour le nombre et la valeur nominale des actions. Seuls devraient figurer le montant total du capital-actions ainsi que les catégories d'actions et le droit de vote attribué à une action de ladite catégorie. Incidemment, une suppression partielle ne nécessiterait pas également un vote de l'assemblée générale afin de modifier les statuts à cet effet⁵⁸⁵. 284

Nous retenons à ce titre une certaine incohérence du Conseil fédéral qui, bien qu'opposé à une révision, diminue toujours plus l'importance du principe de la valeur nominale. Anciennement limitée à un centime de francs suisses⁵⁸⁶, la valeur nominale minimale est désormais portée à une fraction de centime, « les actions ayant une valeur nominale supérieure à zéro »⁵⁸⁷. La notion de valeur nominale des actions perdant de son bien-fondé à chaque révision législative, l'abolir apparaît être la suite logique d'une politique cohérente. 285

3. Les actions de loyauté

Les actions de loyauté permettent d'attribuer un privilège en fonction de la durée de détention⁵⁸⁸. Le privilège est obtenu lorsqu'un même actionnaire détient une action, sans interruption, pendant une certaine durée⁵⁸⁹. À l'inverse, il est retiré à chaque transfert des titres de participation⁵⁹⁰. Le but est 286

584 FF 2017 353, 385.

585 Art. 626 al. 1 ch. 4 CO et 698 al. 2 ch. 1 CO.

586 Art. 622 al. 4 aCO.

587 Art. 622 al. 4 CO.

588 BERGER/DAVIDOFF SOLOMON/BENJAMIN, p. 305; FISCH/DAVIDOFF SOLOMON, p. 1077.

589 JENTSCH (2022a), p. 269; DAENIKER (2015), p. 152.

590 DAENIKER (2015), p. 152.

donc de privilégier l'actionnariat de long terme, au détriment de l'actionnariat de court terme, en leur octroyant une place plus importante dans la prise de décisions⁵⁹¹.

3.1 Le principe

- 287 Il existe deux formes de programmes de loyauté. La première, par *low-high*⁵⁹², dans quel cas toutes les actions, au jour de l'introduction de la clause, conserveront une voix et bénéficieront d'un privilège de vote après une durée déterminée, généralement deux ans⁵⁹³. Cette méthode est celle préconisée en Belgique. Les sociétés cotées belges peuvent prévoir dans leurs statuts un privilège de vote d'une voix supplémentaire pour toute action qui serait détenue par un même actionnaire de manière ininterrompue pendant deux ans⁵⁹⁴. Le délai de deux ans court à partir de l'inscription de l'actionnaire au registre des actions, même si cette dernière est antérieure à l'introduction de la clause⁵⁹⁵. La France⁵⁹⁶, l'Italie⁵⁹⁷ et l'Espagne⁵⁹⁸ autorisent également des programmes de loyauté similaires, octroyant une voix supplémentaire par action. Ce format est également celui privilégié par certains États-actionnaires qui, en qualité d'actionnaires de long terme, profitent de ce mécanisme à l'image de la France⁵⁹⁹.
- 288 La seconde forme qu'un programme de loyauté peut adopter est un *high-low*. Dans ce cas, à l'introduction de la clause, un privilège de vote est octroyé à toutes les actions indépendamment de la durée de détention⁶⁰⁰. Le privilège

591 DAENIKER (2015), p. 140 s.; JENTSCH (2019a), p. 2; WOHLMANN/ZELLER, p. 230.

592 BERGER/DAVIDOFF SOLOMON/BENJAMIN, p. 305.

593 BERGER/DAVIDOFF SOLOMON/BENJAMIN, p. 305.

594 Art. 7:53 CSA.

595 Art. 7:53 CSA.

596 Art. L. 225-123 C.Com., qui prévoit un privilège de loyauté obligatoire à partir de deux ans de détention dans les sociétés cotées françaises. Il demeure possible d'y déroger statutairement.

597 Art. 127-quinquies TUF qui prévoit un privilège de loyauté à partir d'une durée de détention ininterrompue de 24 mois.

598 Art. 527 ter. Ley de Sociedades de Capital qui prévoit un privilège de vote à partir d'une durée de détention ininterrompue de deux ans.

599 BECHT/KAMISARENKA/PAJUSTE, p. 475.

600 BERGER/DAVIDOFF SOLOMON/BENJAMIN, p. 305.

est ensuite perdu lors de chaque transfert des titres de participation⁶⁰¹. Les actions de loyauté américaines suivent en grande majorité ce processus⁶⁰².

3.2 L'inadmissibilité en droit suisse

À l'instar des clauses crépusculaires, les actions de loyauté ne sont pas autorisées en droit suisse⁶⁰³. L'incompatibilité est double, à savoir d'un point de vue juridique et pratique. 289

D'un point de vue juridique, les actions de loyauté contreviennent aux art. 692 et 693 CO qui établissent un *numerus clausus* de la répartition des droits de vote⁶⁰⁴. L'art. 693 CO offre une alternative à la règle de l'adéquation entre l'investissement financier et le droit de vote, mais seulement dans la mesure où toutes les actions ne disposent que d'une seule voix⁶⁰⁵. De ce fait, en attribuant une voix supplémentaire à l'action d'un titulaire « loyal », le privilège de fidélité violerait le droit en vigueur⁶⁰⁶. Afin de passer outre cette restriction, l'Espagne, dont la réglementation prévoit également un privilège de vote indirect,⁶⁰⁷ a dû adopter une exception pour les sociétés cotées afin de reconnaître les actions à droit de vote plural⁶⁰⁸. 290

D'un point de vue pratique, un régime de loyauté compatible avec le droit suisse où le privilège est octroyé et retiré en divisant respectivement réunissant les actions est difficilement concevable. Eu égard aux clauses crépusculaires conditionnées⁶⁰⁹, cette méthode requiert le consentement des 291

601 BERGER/DAVIDOFF SOLOMON/BENJAMIN, p. 305.

602 DALLAS/BARRY, p. 600 s.

603 Cette forme de privilège avait été proposée lors de la révision du droit de la société anonyme de 2020 mais le législateur avait, pour finir, renoncé à leur implémentation. Le législateur a justifié cette renonciation par le manque d'informations et d'études à ce sujet. Voir notamment, BURCKHARDT, p. 378; VON DER CRONE/MOHASSEB, p. 792. L'Office fédérale de la justice (OFJ) a donné suite au postulat 18.4092, Cramer « Conséquences des « actions de loyauté » ». Les rapports d'experts, dont le mandat portait sur la viabilité de l'introduction d'un tel mécanisme au sein de notre ordre juridique, sont également arrivés au constat que les actions de loyauté ne devraient pas être implémentées. Le Conseil fédéral a suivi ces conclusions et a incidemment recommandé de ne pas introduire d'actions de loyauté, voir à ce sujet n° 300 ss.

604 DAENIKER (2015), p. 161.

605 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 693 CO, n° 8.

606 DAENIKER (2015), p. 161.

607 Art. 188.2 Ley de Sociedades de Capital.

608 Art. 527 ter. Ley de Sociedades de Capital.

609 Voir supra n° 279.

actionnaires concernés par ces opérations⁶¹⁰. Mais encore, il faut aussi tenir compte de l'incompatibilité entre la négociation en bourse de titres et le maintien à jour des statuts après chaque opération de réunion et de division⁶¹¹.

- 292 En ce qui concerne les coûts opératoires liés au privilège de loyauté lors de la négociation en bourse des actions, nous trouvons une complication en l'état. Les statuts doivent indiquer le nombre, la valeur nominale et l'espèce des actions⁶¹². Il s'ensuit que lorsque les actions sont réunies afin de les transformer en actions ordinaires lors d'un transfert, le nombre d'actions appartenant aux catégories respectives est modifié. Il en va de même lorsque le privilège de loyauté est octroyé et que les actions doivent être divisées. Chaque opération de réunion ou de division d'actions nécessite dès lors une modification correspondante des statuts, pour laquelle le registre du commerce perçoit un émolument⁶¹³. Cet émolument, qui se monte à CHF 200.– par opération⁶¹⁴, est certes faible en tant que tel, mais peut devenir conséquent en fonction de la volatilité des titres.

3.3 Les avantages et les inconvénients

- 293 Le seul et principal avantage des actions de loyauté demeure l'égalité de traitement vis-à-vis du privilège. Pour certains auteurs, l'adéquation entre le risque financier et le poids de vote garantit une égalité de traitement entre les actionnaires⁶¹⁵. En brisant cette balance, le privilège de vote génère une inégalité de traitement puisqu'il est attribué à un cercle restreint d'actionnaires uniquement. Le privilège de loyauté, quant à lui, est attribué à tout actionnaire se trouvant dans une situation identique en matière de durée de détention des titres. Tous les actionnaires peuvent dès lors prétendre à l'obtention du privilège. L'égalité d'opportunité d'obtention du privilège assure par conséquent une égalité de traitement des actionnaires⁶¹⁶. Cette égalité d'opportunité répond aussi en partie à la critique selon laquelle l'introduction d'actions à droit de vote privilégié, après l'introduction en bourse, lèse

610 Art. 623 al. 2 CO et 704 al. 1 ch. 2 CO.

611 Art. 623 al. 1, 626 al. 1 ch. 4 et 647 CO.

612 Art. 626 al. 1 ch. 4 CO.

613 Annexe 1.3 OEmol-RC.

614 Annexe 1.3 OEmol-RC.

615 HANDSCHIN (2015), p. 91; BK-NOBEL, § 9 n° 58; PETER/JACQUEMET (2016), p. 180.

616 BERGER/DAVIDOFF SOLOMON/BENJAMIN, p. 309.

les actionnaires qui n'en sont pas les titulaires⁶¹⁷. Sur ce point, les actions de loyauté pourraient être un juste compromis au sein des sociétés cotées. Les actionnaires ordinaires, réticents à l'idée d'octroyer un privilège auquel ils ne peuvent prétendre, y trouveraient une compensation adéquate. L'actionnaire de contrôle, qui pourrait ne plus disposer du contrôle lors de l'introduction en bourse, serait également plus facilement amené à convaincre les actionnaires ordinaires avec, comme argument de taille, l'égalité d'obtention.

Les actions de loyauté apportent néanmoins leur lot d'inconvénients. Un premier fondé sur l'articulation entre le privilège de loyauté et le principe de l'offre obligatoire⁶¹⁸. L'attribution et le retrait du privilège de loyauté, conjointement avec un flux de transaction accru des titres de participation en bourse, peuvent engendrer une certaine fluctuation des proportions de votes. Cette fluctuation n'a pas d'impact notable sur les actionnaires ordinaires qui ne disposent pas d'un grand nombre de titres de participation. Il ne peut pas en être dit autant des actionnaires importants dont la participation se rapproche du seuil déclencheur de l'offre obligatoire. Dans un tel cas, il est difficile de déterminer si le franchissement du seuil est temporaire, et donc susceptible de dérogation, ou durable⁶¹⁹. Le fardeau de la preuve revenant à l'actionnaire requérant une dérogation, la COPA devrait tolérer un certain degré d'incertitude⁶²⁰. 294

Les actions de loyauté posent également des contraintes concernant le transfert des actions et la constitution d'un usufruit, tous deux courants sur les marchés de capitaux⁶²¹. Puisque le but est d'inciter une détention sur le long terme, le transfert des titres et la constitution d'un usufruit, qui tous deux entraînent un changement de titularité, devraient en principe être exclus⁶²². Principalement utilisé en matière successorale, l'usufruit octroie une maîtrise partielle sur l'objet grevé, à savoir un droit de jouissance et d'usage⁶²³. 295

617 GAULIS/MICHEL, p. 6; contra: Rapport HOFSTETTER, p. 26, qui estime que les actionnaires sont suffisamment protégés par le droit d'exercer une action en annulation (art. 706 CO) et la majorité qualifiée (art. 704 al. 1 ch. 8 CO).

618 Art. 135 al. 1 LIMF.

619 Art. 136 al. 1 let. c LIMF.

620 Art. 61 al. 1 OOPA.

621 WOHLMANN/ZELLER, p. 232; relevant cette même problématique dans les rapports de fiducie, CHABLOZ (2022), p. 37.

622 WOHLMANN/ZELLER, p. 232 ss.

623 CR CC II-FARINE FABBRO, ad art. 745 CC, n° 15; BSK ZGB II-MÜLLER, ad art. 745 CC, n° 13.

Transposée sur une action, cette maîtrise suppose un droit au dividende et l'exercice du droit de vote⁶²⁴. Puisque la titularité du droit de vote est transférée pour la durée de l'usufruit, le privilège de loyauté doit être retiré aussi bien à la constitution qu'à la fin de l'usufruit⁶²⁵. Le transfert des titres de participation est également restreint pour les mêmes raisons, le droit de vote supplémentaire devant conséquemment être retiré. Ces deux situations soulèvent un réel problème de passation du contrôle intergénérationnel au sein des sociétés de famille, car le contrôle ne peut être exercé que partiellement durant le délai de loyauté⁶²⁶. Le risque de perdre temporairement le contrôle durant le délai de carence peut incidemment avoir un effet dissuasif sur la passation du contrôle.

- 296 Dans ce contexte, CHABLOZ relève l'incidence que ces restrictions au transfert peuvent avoir sur la liquidité des titres⁶²⁷. Effectivement, si l'objectif du privilège de loyauté est d'assurer une conservation des titres sur le long terme, l'accomplissement de cet objectif suppose une diminution de la liquidité⁶²⁸. Selon elle et à raison, cette problématique devrait être relativisée dans la mesure où les sociétés visées par un programme de fidélité disposeront généralement d'un actionnariat dispersé, et donc suffisamment liquide⁶²⁹.
- 297 De plus, les actions de loyauté n'ont une utilité que si les détenteurs du privilège sont suffisamment incités à prendre part à la prise de décision lors de l'assemblée générale de la société⁶³⁰. Selon WOHLMANN/ZELLER, la participation à l'assemblée générale n'est pas influencée par un programme de loyauté, mais dépend plutôt des intérêts et de la vision de l'actionnaire⁶³¹. L'actionnaire de contrôle, en tant qu'actionnaire principal, a un intérêt à assurer la prospérité de la société sur le long terme afin de vendre sa participation au meilleur prix lors de sa sortie⁶³². Il sera donc actif avec ou sans programme de loyauté. La participation des petits actionnaires quant à elle pourrait être influencée par l'attribution d'actions de loyauté, mais

624 WOHLMANN/ZELLER, p. 232.

625 WOHLMANN/ZELLER, p. 232.

626 Soulevant également cette problématique, JENTSCH (2022a), p. 277.

627 CHABLOZ (2022), p. 35.

628 CHABLOZ (2022), p. 35; d'un avis similaire, BOLTON/SAMAMA, p. 44.

629 CHABLOZ (2022), p. 35; voir également BOLTON/SAMAMA, p. 45.

630 ROE/CENZI VENEZZE, p. 486; Rapport BSS, p. 31.

631 WOHLMANN/ZELLER, p. 232; dans ce sens MARTINEZ, p. 4 s.; ROE/CENZI VENEZZE, p. 484 ss.

632 WOHLMANN/ZELLER, p. 231.

leur impact réel dans la prise de décisions est trop faible pour être retenu⁶³³. Concernant les grands actionnaires, typiquement les fonds de pension, les investisseurs institutionnels ou les fonds de *private equity*, leur implication dépendra de leur politique d'investissement, mais probablement pas de l'existence d'un plan de loyauté⁶³⁴. Ces différents auteurs semblent ainsi indiquer que la mise en œuvre d'un plan de loyauté ne suffit pas à inciter les actionnaires à prendre une part active dans la prise des décisions.

Enfin, les actions de loyauté soulèvent également des questionnements au sein du débat opposant la stratégie à court terme à la stratégie à long terme. Les actions de loyauté s'inscrivent dans une ligne de réflexion selon laquelle un activisme actionnarial principalement orienté sur le court terme a toujours un impact négatif⁶³⁵. Pourtant, des études menées semblent indiquer le contraire. BEBCHUK/BRAY/JIANG arrivent ainsi à la conclusion que l'activisme actionnarial dans une perspective à court terme n'est pas nécessairement opéré sans tenir compte des conséquences sur le long terme⁶³⁶. Dans le même esprit, ROE/SHAPIRA démontrent habilement dans une contribution récente comment des stratégies orientées dans une optique à court terme et long terme peuvent toutes deux avoir des effets dévastateurs sur la valorisation de la société et sur les autres parties prenantes⁶³⁷. Les actions de loyauté découragent toutes les stratégies d'investissement sur le court terme, sans tenir compte du fait que ces stratégies n'ont pas toutes forcément un impact négatif dans une perspective de long terme. À l'inverse, cette forme de privilège favorise les stratégies d'investissement sur le long terme, quand bien même ces dernières ne sont pas assurément plus optimales.

298

633 MARTINEZ, p. 4 s.

634 Dans ce sens, WOHLMANN/ZELLER, p. 231 ; voir également MOSCA, p. 272, qui relève, en Italie, une faible présence des investisseurs institutionnels dans les sociétés cotées ayant introduit un privilège de loyauté.

635 Voir notamment, DESJARDINE/DURAND, p. 1078, dont les données indiquent que l'activisme dans une perspective court terme des *hedge funds* accroît la valeur de l'entreprise sur le court terme, mais que le prix à payer est une réduction du *cash flow* sur le long terme, ce qui a pour conséquence de réduire la valeur de la société sur le long terme. Voir également, CREMERS/GIAMBONA/SEPE/WANG, p. 41 s., qui émettent un avis défavorable concernant l'impact de l'activisme court terme des *hedge funds* sur les perspectives sur le long terme des sociétés que ces fonds ciblent. Finalement, voir ROE/SHAPIRA, 242, qui font état d'un consensus général des acteurs sur le marché qui tend à cette même conclusion.

636 BEBCHUK/BRAY/JIANG, p. 1085 ; voir également SWANSON/YOUNG/YUST, p. 29 s., qui arrivent à une même conclusion.

637 ROE/SHAPIRA, p. 248 ss.

- 299 Un rapport de consultation de 2014 avait initialement proposé une alternative aux actions de loyauté dans le projet de révision du droit de la société anonyme⁶³⁸. Il était évoqué que des programmes de loyauté offrant un dividende de loyauté auraient pu être autorisés au sein des sociétés suisses, notamment pour combattre les actions dispo⁶³⁹. Cette proposition, d'emblée exclue par le Conseil fédéral dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme de 2020⁶⁴⁰, ne convainc pas⁶⁴¹. En prévoyant cela, l'attrait d'une société disposant de dividendes de loyauté en serait réduit. Cela, à cause du délai de loyauté à respecter pour bénéficier d'un dividende intégral⁶⁴². La constitution d'un programme de loyauté ne devrait pas s'effectuer aux dépens du droit au dividende des actionnaires de court terme.
- 300 Cet avis est également partagé par CHABLOZ, laquelle voit en un dividende de loyauté une violation particulièrement grave au principe d'égalité de traitement en matière de droits patrimoniaux⁶⁴³. Le versement d'un dividende de loyauté, en espèces ou sous forme d'actions dans le cadre d'une augmentation de capital, remettrait ainsi ce principe cardinal en jeu⁶⁴⁴. Cette interprétation doit être suivie en tous points, en particulier à la lumière du principe selon lequel un traitement différencié entre actionnaires d'une même catégorie d'actions n'est pas autorisé⁶⁴⁵.
- 301 Compte tenu des avantages limités et des nombreux inconvénients liés aux actions de fidélité, nous souscrivons avec réserve à leur implémentation au sein de notre ordre juridique. Cette forme de privilège ne semble pas pouvoir atteindre son objectif d'incitation à la participation escompté. De plus, ce mécanisme rend particulièrement compliqué le transfert de propriété des actions. Cette dernière caractéristique ne semble pas compatible en tous points avec les sociétés cotées, dont l'une des caractéristiques est de permettre aux actionnaires d'aliéner plus facilement leurs titres de participation.

638 FF 2017 353, 399.

639 FF 2017 353, 399. Voir également le Rapport OFJ, p. 25, retenant une différence entre les dividendes perçus pouvant aller jusqu'à 20 % qui avait été jugée comme excessivement punitive par de nombreux participants à la consultation.

640 FF 2017 353, 399.

641 Contra: JENTSCH (2022a), p. 278.

642 Dans ce sens, WOHLMANN/ZELLER, p. 232.

643 Art. 652b et 661 CO; CHABLOZ (2022), p. 34.

644 CHABLOZ (2022), p. 34.

645 Art. 717 al. 2 CO; d'un avis similaire, CHABLOZ (2022), p. 35.

Le Conseil fédéral partage en outre cet avis. En février 2023, celui-ci a rendu un rapport fondé sur deux expertises mandatées par lui-même et recommandant de renoncer à la possibilité d'émettre des actions de loyauté⁶⁴⁶. Le principal argument retenu relève, selon lui, de la composition globalement concentrée du marché suisse⁶⁴⁷. L'activisme actionnarial à court terme est ainsi moins ressenti dans ces structures actionnariales⁶⁴⁸. Cet avis est également partagé par CHABLOZ et dans une certaine mesure par BSS⁶⁴⁹. Selon cette dernière, les actionnariats concentrés, lesquels sont principalement représentés sur le marché suisse⁶⁵⁰, ne sont pas à la recherche d'une stabilité supplémentaire, ce que vise un programme de fidélité⁶⁵¹. 302

3. Les bons de participation

Les bons de participation représentent un pas supplémentaire, par rapport aux actions à droit de vote privilégié, lors de la constitution du contrôle⁶⁵². Ce sont des titres de participation émis contre un apport, ayant une valeur nominale, mais ne conférant pas de droit de vote⁶⁵³. 303

Les détenteurs des bons de participations, que le législateur qualifie de « participants »⁶⁵⁴, détiennent des titres de participation qui n'octroient pas de droit de vote⁶⁵⁵. L'absence de droit de vote justifie, sauf disposition contraire dans les statuts, que les droits sociaux liés au droit de vote ne soient pas reconnus à leurs détenteurs⁶⁵⁶. Toutefois, ces derniers sont assimilés aux actionnaires concernant l'exercice des droits patrimoniaux, en 304

646 CONSEIL FÉDÉRAL (Rapport), p. 12.

647 CONSEIL FÉDÉRAL (Rapport), p. 11.

648 CONSEIL FÉDÉRAL (Rapport), p. 11.

649 CHABLOZ (2022), p. 30 ; Rapport BSS, p. 42.

650 Dans le cadre de notre contribution, nous arrivons à cette même conclusion. À ce titre, voir notamment, Tableau 1.

651 CHABLOZ (2022), p. 30.

652 BÖCKLI (2022), § 3 n° 224, avec une certaine touche humoristique, BÖCKLI qualifie cette forme de titres de participation de « création de Belzébuth » pour les partisans du principe une action, une voix.

653 Art. 656a al. 1 CO.

654 Art. 656a al. 2 CO.

655 Art. 656c al. 1 CO.

656 Art. 656c al. 1 et 2 CO.

particulier le droit au dividende⁶⁵⁷. Les bons de participation, d'un point de vue économique, sont donc en réalité des actions sans droit de vote⁶⁵⁸. Le législateur a néanmoins décidé de qualifier leurs détenteurs autrement que par le terme « actionnaires », car l'absence de droit de vote contreviendrait à l'art. 692 al. 2 CO⁶⁵⁹.

I. Le régime applicable

1. Une base statutaire

- 305** À l'instar de l'émission d'actions à droit de vote privilégié, l'émission de bons de participation nécessite une base statutaire⁶⁶⁰. Cette base statutaire doit notamment indiquer le montant du capital-participations, le nombre de bons de participation et leur valeur nominale⁶⁶¹. Concernant le montant du capital-participations et la valeur nominale des titres, le législateur a indiqué que ces deux informations devaient être libellées dans la même monnaie que le capital-actions⁶⁶². Cette précision se justifie compte tenu du fait que le capital-actions n'a plus nécessairement à être libellé en francs suisse⁶⁶³. Une harmonisation des monnaies de référence facilite ainsi le calcul de différents seuils de référence, en particulier ceux sur les réserves ainsi qu'en cas de perte en capital et de surendettement⁶⁶⁴.
- 306** La clause statutaire doit encore indiquer selon que les bons de participation soient nominatifs ou au porteur⁶⁶⁵. Cette distinction n'a pas de réelle portée pratique au sein des sociétés cotées.

⁶⁵⁷ Art. 656f al. 1 CO.

⁶⁵⁸ FF 2017 353, 413; PFISTERER/WYLER, p. 890; MOSER, n° 298; ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656a CO, n° 1.

⁶⁵⁹ Voir notamment HENGGELE, p. 117, qui distingue les actionnaires, protégés par le « *Virilprinzip* » – à savoir une action, au moins une voix – des détenteurs de bons de participation exclus du champ d'application de ce principe. Partageant cette vision des bons de participation, ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656a CO, n° 1.

⁶⁶⁰ Art. 656a al. 1 CO; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 656a CO, n° 2.

⁶⁶¹ Art. 656a al. 2 et 626 al. 3 et 4 CO.

⁶⁶² Art. 656a al. 1 CO.

⁶⁶³ Art. 621 al. 2 CO.

⁶⁶⁴ Art. 656b al. 3 CO; FF 2017 353, 466.

⁶⁶⁵ CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 656a CO, n° 14.

Lorsque les bons de participation sont au porteur, ceux-ci ne peuvent être émis par la société que lorsqu'ils sont entièrement libérés⁶⁶⁶. Or, la SIX, selon le principe de la négociabilité des titres, n'autorise pas la cotation de titres de participation qui ne sont pas entièrement libérés⁶⁶⁷. Les bons de participation au porteur cotés répondent donc à cette condition d'émission par essence. 307

Lorsque les bons de participation sont nominatifs, les mêmes considérations concernant la libération des titres se posent et sont répondues par la cotation des bons de participation. La seule distinction, mais qui n'a pas de réelle portée, est la possibilité de restreindre le transfert des bons de participation nominatifs⁶⁶⁸. Toutefois, les clauses d'agrément portant sur des titres cotés ne peuvent que restreindre l'exercice du droit de vote⁶⁶⁹. Les bons de participation n'ayant pas de droit de vote, une clause d'agrément portant sur des bons de participation nominatifs cotés n'a pas d'utilité⁶⁷⁰. 308

Finalement, la clause statutaire doit explicitement mentionner que les bons de participation émis sont désignés comme tels⁶⁷¹. Cette dernière condition émane d'une volonté de transparence de la part du législateur⁶⁷². Lors de la révision de 1991, le législateur avait renoncé à les désigner en tant qu'actions sans droit de vote. Le Conseil fédéral, dans son message, avait tenu compte de la connotation négative qui accompagnait cette terminologie⁶⁷³. Mais encore, d'un point de vue systématique, il est également plus aisé de clairement distinguer les bons de participation des actions, dont ils se rapprochent le plus, afin de faciliter la compréhension des réglementations respectives⁶⁷⁴. Finalement, la référence au terme « bon de participation » per- 309

666 Art. 683 al. 1 CO.

667 Art. 21 al. 2 Règlement de cotation. Voir notamment VON DER CRONE (2020), § 10 n° 204. Voir également supra n° 192, sur le principe de négociabilité des titres en matière d'actions nominatives.

668 Art. 656a al. 2 et 685 ss CO; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 656a, n° 14; ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656a, n° 9; BOYER/RUBIDO/VALINCIUTE, p. 138.

669 Voir infra n° 404 ss.

670 BÖCKLI (2022), § 3 n° 271.

671 Art. 656a al. 3 CO.

672 ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656a CO, n° 11.

673 FF 1983 II 757, 818.

674 FF 1983 II 757, 818.

met de distinguer clairement cette forme de financement par rapport aux bons de jouissance dont ils émanent⁶⁷⁵.

2. La limitation par rapport au capital-actions

- 310 Contrairement au capital-actions qui n'est, du moins théoriquement, pas soumis à une limitation quantitative, le capital-participations est soumis à des règles quantitatives strictes. À cet égard, la loi opère une distinction selon que les bons de participations soient cotés ou non⁶⁷⁶.
- 311 Lorsque les bons de participation ne sont pas cotés, le capital-participations ne peut pas dépasser le double du capital-actions⁶⁷⁷. Cette règle, qui était auparavant applicable à l'entier du capital-participations, a pour vocation d'assurer une certaine proportionnalité entre le risque financier des participants et l'absence de participation à la prise de décisions⁶⁷⁸.
- 312 À l'inverse, lorsque les bons de participation sont cotés, le capital-participations peut désormais atteindre le décuple du capital-actions⁶⁷⁹. Cette augmentation pour la part cotée du capital-participations permet aux sociétés cotées d'aménager plus facilement la structure de leur capital⁶⁸⁰. Cette nouvelle règle peut paraître étonnante compte tenu de la disproportion, inchangée par la cotation, entre le risque financier et le droit de vote. Toutefois, le Conseil fédéral, dans son message de 2016, a considéré que la possibilité pour les participants de vendre leurs bons de participation librement en bourse compensait suffisamment l'absence de droit de vote⁶⁸¹. La distinction est donc fondée sur la possibilité facilitée pour le participant d'exercer son droit de sortie⁶⁸².

675 FF 1983 II 757, 818. Relevons également que les anciens bons de jouissance, qui d'un point de vue pratique répondaient aux caractéristiques des bons de participation, devaient également voir leur terminologie remaniée afin d'être désignée comme des bons de participation. Voir à cet effet l'art. 2 Disp. fin. tit. XXVI CO.

676 FF 2017 353, 467.

677 Art. 656b al. 1 *in fine* CO.

678 ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656b CO, n° 5; BÖCKLI (2009), § 5 n° 41.

679 Art. 656b al. 1 CO.

680 FF 2017 353, 467.

681 FF 2017 353, 467.

682 BÖCKLI (2009), § 5 n° 42a.

3. L'approbation par l'assemblée générale

À l'instar des actions à droit de vote privilégié, l'introduction de bons de participation nécessite l'approbation des actionnaires. À cette fin, il faut d'abord distinguer selon que l'émission de bons de participation ait lieu à la fondation ou après cette dernière. Dans la première hypothèse, l'émission de bons de participation étant décidée à la fondation, l'unanimité des fondateurs sera requise. 313

Dans la seconde hypothèse, soit après la fondation, la majorité requise n'est pas aussi claire qu'en matière d'actions à droit de vote privilégié⁶⁸³. Pour ces dernières, le législateur a réservé une base légale explicite⁶⁸⁴. Malgré l'absence d'une base légale explicite, le législateur a tout de même indiqué les différentes méthodes afin d'émettre de bons de participation⁶⁸⁵. Lorsque la société souhaite émettre de nouveaux bons de participation, celle-ci va généralement passer par la voie de l'augmentation de capital⁶⁸⁶. En cas d'augmentation ordinaire, la majorité requise sera la majorité absolue⁶⁸⁷. Par contre, si l'émission a lieu dans le cadre d'une augmentation ordinaire aux conditions de l'art. 704 al. 1 ch. 3 CO⁶⁸⁸, conditionnelle⁶⁸⁹ ou dans les limites d'une marge de fluctuation,⁶⁹⁰ l'exigence de majorité sera accrue. En effet, ces trois dernières méthodes d'augmentation du capital sont soumises à la même exigence de majorité qualifiée⁶⁹¹. 314

Finalement, il est encore possible de créer un capital-participations par la conversion d'actions en bons de participation⁶⁹². La méthode la plus répandue en pratique est dite d'une transformation directe⁶⁹³. La décision, en sus de la nécessité de la majorité absolue de l'assemblée générale, requiert le 315

683 DAENIKER (2013), p. 160.

684 Voir supra n° 198.

685 Art. 656a al. 4 CO.

686 Art. 656a al. 4 CO ; ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656a CO, n° 13.

687 Art. 703 al. 1 CO ; BETTSCHART, p. 8 et nbp 44.

688 Art. 650 ss CO.

689 Art. 653 ss CO.

690 Art. 653s ss CO.

691 Art. 704 al. 1 ch. 3 et 5 CO.

692 Art. 656a al. 5 CO.

693 FF 2017 353, 511 s. Sur la transformation indirecte, dont la portée pratique est particulièrement limitée, mais qui peut trouver une utilité certaine en cas d'assainissement, voir CR CO II-TRIGO TRINDADE (2023), ad art. 656a, n° 26 ss.

consentement de l'unanimité des actionnaires concernés⁶⁹⁴. Le législateur ne requiert, ici, qu'une majorité absolue des autres actionnaires puisque seuls les actionnaires dont les actions sont converties renoncent à des droits⁶⁹⁵. Cette hypothèse se distingue de la conversion de bons de participation en actions. Dans ce dernier cas, la majorité qualifiée est requise compte tenu de la dilution des droits de vote des actionnaires préexistants et de la renonciation au droit préférentiel de souscription sur les nouvelles actions émises⁶⁹⁶. VON DER CRONE relève néanmoins à raison que si les bons de participation sont convertis en actions nominatives liées non cotées, le consentement des participants sera nécessaire⁶⁹⁷. Dans cette hypothèse, les nouveaux actionnaires se retrouveront dans une situation moins favorable vis-à-vis du transfert des titres, ce qui justifie leur approbation⁶⁹⁸.

4. La communauté de destin

- 316 Selon l'art. 656f al. 1 CO, les participants ne doivent pas être défavorisés par rapport aux actionnaires en ce qui concerne la répartition du bénéfice, le produit de liquidation et lors de la souscription de nouvelles actions⁶⁹⁹. La doctrine nomme ce principe la « communauté de destin », *Schicksalsgemeinschaft* en allemand⁷⁰⁰. Ce principe est complété par l'art. 656f al. 2 CO qui prévoit que les bons doivent être traités au moins comme la catégorie d'actions la moins favorisée lorsqu'il existe plusieurs catégories d'actions⁷⁰¹.
- 317 Le principe de la communauté de destin permet d'assurer un degré minimal d'égalité entre les participants et les actionnaires en ce qui concerne les droits patrimoniaux⁷⁰². Comme le relève à juste titre PETER, les participants ne participent pas à la prise de décision et sont donc, en principe, à risque de se voir défavorisés sans qu'ils ne puissent s'y opposer⁷⁰³. À cette fin, le législateur a privilégié la voie de la liberté d'organisation, en octroyant non

694 Art. 703 et 656a al. 5 CO.

695 FF 2017 353, 512.

696 FF 2017 353, 512.

697 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 470.

698 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 470.

699 Art. 656f al. 1 CO.

700 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 656f CO, n° 1; PETER (1992), p. 754 s.; ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656f CO, n° 1.

701 Art. 656f al. 2 CO.

702 ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656f CO, n° 1.

703 PETER (1992), p. 754.

pas une série de droits inaliénables aux participants, mais en leur assurant un degré minimal d'égalité vis-à-vis des droits patrimoniaux⁷⁰⁴. Ainsi, si les actionnaires souhaitent modifier les statuts au détriment des participants, ceux-ci, ou la catégorie d'actionnaires la moins favorisée doivent accepter de subir une atteinte au moins équivalente à leurs droits⁷⁰⁵.

Il est également possible pour les participants de se voir octroyer des privilèges ou certains droits sociaux supplémentaires⁷⁰⁶. Dans ce cas, nous pourrions concevoir que de tels droits puissent leur être retirés sans porter atteinte au principe de la communauté de destin. Par exemple, si un droit à un dividende supplémentaire par rapport aux actionnaires est attribué aux participants, la suppression de ce droit replacerait ceux-ci sur un même pied d'égalité⁷⁰⁷. Toutefois, le législateur ayant anticipé cette hypothèse, les participants sont exceptionnellement légitimés à prendre part à une assemblée spéciale des participants afin de voter sur la suppression ou la modification de ces droits supplémentaires⁷⁰⁸. 318

II. *L'utilité pratique des bons de participation*

Le cadre légal étant établi, ce chapitre s'intéresse à l'utilité des bons de participation d'un point de vue pratique. Comme cela a été relevé précédemment dans l'introduction de ce chapitre, les bons de participation sont essentiellement des actions sans droit de vote⁷⁰⁹. Leur utilisation au sein d'une société cotée pousse ainsi le débat sur l'inégalité de traitement entre les investisseurs à sa limite. Afin d'éviter une répétition sur des considérations entourant cette thématique, il est renvoyé pour l'essentiel aux aspects soulevés dans le contexte des actions à droit de vote privilégié⁷¹⁰. Ce chapitre s'oriente donc sur les considérations propres aux bons de participation. Selon nous, et ce d'un avis partagé avec plusieurs autres auteurs de 319

704 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 656f CO, n° 2 ; ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656f CO, n° 1.

705 Art. 656f al. 3 CO ; ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656f CO, n° 1 ; BSK OR II-RAMPINI/SPILLMANN, ad art. 656f CO, n° 4.

706 Art. 656a al. 2 cum 656 al. 2, 656c al. 1 et 656e CO notamment. Voir également, CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 656f CO, n° 4.

707 Soulevant une même appréciation sans relever ce même exemple, ZK-BAHAR/PEYER, ad art. 656f CO, n° 2.

708 Art. 656f al. 4 CO.

709 Voir supra n° 304.

710 Voir supra n° 237 ss.

doctrine, les bons de participation trouvent difficilement une place dans la structure du capital des sociétés cotées actuelles⁷¹¹. Pour justifier notre prise de position, il est procédé en deux étapes. Nous commençons par analyser les bons de participation au sein de la problématique du contrôle. Le second volet portera sur l'image reflétée par les bons de participation, en particulier l'absence de droits de vote en mains du public, sur le marché.

1. Les bons de participation et le débat sur le contrôle

- 320 Les bons de participation représentent un mécanisme alternatif pour conserver le contrôle lors de la recherche de financements. Puisque les bons de participation n'octroient pas de droit de vote, l'entière du contrôle est conservée par une poignée d'actionnaires⁷¹². Compte tenu de la réglementation applicable, l'effet de dilution est similaire à celui observé en matière d'actions à droit de vote privilégié⁷¹³. Les actionnaires de contrôle peuvent donc, au plus, détenir l'intégralité des droits de vote avec une participation de 9,09 % au capital⁷¹⁴.
- 321 D'un point de vue purement quantitatif, la dilution occasionnée par l'émission d'un capital-participations au décuple du capital-actions n'est pas problématique. La réelle problématique est concentrée sur l'absence de participation à la prise de décisions des participants. Contrairement à ce qui a été retenu en matière d'actions à droit de vote privilégié⁷¹⁵, les participants ne peuvent pas agir en qualité de contre-pouvoir lors de la prise de décisions à l'assemblée générale. En principe, les participants ne peuvent pas participer à l'assemblée générale et ne peuvent pas non plus formuler des propositions ou inscrire des objets à l'ordre du jour⁷¹⁶. Les participants sont conséquemment réellement réduits au statut de simples observateurs⁷¹⁷.

711 Arrivant à un constat similaire, BÖCKLI (2022), § 3 n° 221 ss; BOYER/RUBIDO/VALINCIUTE, p. 158 s.; BSK OR II-RAMPINI/SPILLMANN, ad art. 656a CO, n° 1b; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 656a CO, n° 17 s.; MOSER, n° 299; DUPASQUIER, n° 788. Contra: DAENIKER (2013), p. 159.

712 BSK OR II-RAMPINI/SPILLMANN, ad art. 656a CO, n° 1.

713 Voir supra n° 193 ss.

714 Art. 656b al. 1 CO. Voir également le Tableau 8, qui détaille la conséquence sur la dilution de la participation de contrôle lorsque l'effet de levier est de 1:10 comme cela peut être le cas en matière d'actions à droit de vote privilégié.

715 Voir notamment en ce qui concerne les actions à droit de vote privilégié, supra n° 205 ss.

716 Art. 656c al. 2 CO.

717 FF 1983 II 757, 901.

Mais encore, concernant les décisions importantes, les actionnaires peuvent approuver toute décision énumérée au catalogue de l'art. 704 al. 1 CO. Il s'agit d'une différence notable par rapport aux actions à droit de vote privilégié. Souvent, dans ce dernier cas, la dilution opérée par le privilège de vote empêche les actionnaires de contrôle d'approuver des décisions importantes unilatéralement⁷¹⁸. Ici, seuls les actionnaires de contrôle sont légitimés à voter et peuvent donc approuver toutes décisions importantes. 322

Ensuite, cette même problématique se répète concernant les décisions énumérées à l'art. 693 al. 3 CO. Ces dernières visent diverses prérogatives de surveillance et, si besoin, de sanctions, pour lesquelles le privilège de vote est normalement suspendu⁷¹⁹. Seule une exception figure au bénéfice des participants. Concernant le droit d'instituer un examen spécial, le législateur a transposé cette prérogative aux participants également à l'art. 656c al. 3 CO⁷²⁰. La possibilité pour les participants de prendre part à la prise de décision est donc fortement limitée. 323

En l'absence de droits de vote rattachés aux bons de participation, le contrôle est intégralement « privatisé » par les actionnaires. Cette privatisation, à un degré encore plus élevé que celui recensé en cas de privilège de vote, les imperméabilise face à la pression actionnariale. Dans une telle hypothèse, les actionnaires de contrôle sont essentiellement libres dans leur gestion. Ils ne sont plus, non plus, à risque de subir un *proxy fight* qui pourrait permettre, à terme, une offre publique d'acquisition réussie⁷²¹. Les bons de participation, sur ce point, deviennent une réelle mesure de défense contre des offres publiques d'acquisition. En effet, en l'absence de droits de vote en mains du public, l'accord de l'actionnaire de contrôle est la condition *sine qua non* afin d'accomplir une acquisition. 324

L'absence de droits de vote peut néanmoins aussi avoir un avantage pour les participants. Comme le soulève à juste titre VON DER CRONE, les participants peuvent profiter de l'absence de droits de vote et de l'accès restreint 325

718 Voir supra n° 208.

719 Voir supra n° 208 et 213 ss.

720 Art. 656c al. 3 et 697c ss CO.

721 D'un avis similaire, MOSER, n° 299, qui mentionne notamment l'impossibilité pour un acquéreur hostile de supprimer une clause de restriction à la transmissibilité des actions dans le cadre d'un *proxy fight*.

aux informations⁷²² pour prétendre à de meilleurs rendements⁷²³. Dans cette optique, la réglementation applicable permet notamment d'octroyer un droit aux dividendes supplémentaires aux participants⁷²⁴.

2. L'attractivité des bons de participation sur les marchés de capitaux

- 326 Comme cela a été relevé précédemment, les bons de participation ont perdu en popularité durant les dernières décennies⁷²⁵. Ce désengagement corrobore dans une large mesure avec celui observé au niveau des actions à droit de vote privilégié. L'absence totale d'influence dans la prise de décision demeure toutefois un facteur aggravant. Une étude menée par HORNER sur les sociétés cotées à la Bourse de Zurich en 1983, soit lorsque les bons de participation étaient encore populaires, s'est intéressée aux rendements des titres en présence de plusieurs catégories de titres⁷²⁶. Celui-ci est arrivé à la conclusion que, d'un point de vue économique, le droit de vote a une corrélation positive sur la valeur du titre⁷²⁷. Cette conclusion corrobore avec l'analyse de BOEMLE sur la détermination du prix dans les tentatives d'acquisition qui conclut au même constat⁷²⁸. Le marché semble ainsi valoriser positivement le droit de vote rattaché à une action. Comme le relève ainsi simplement HORNER, si le droit de vote n'avait pas de valeur, des actionnaires majoritaires n'existeraient pas en premier lieu⁷²⁹.
- 327 Un second aspect dont la société doit tenir compte est l'attrait de son titre aux yeux du marché. À ce titre, l'introduction en bourse de Snapchat, au cours de laquelle seules des actions sans droit de vote ont été émises, apporte des indications précieuses. Lors de cette introduction en bourse, il était présumé que le marché réagirait négativement à l'émission d'actions sans droit de vote uniquement⁷³⁰. Finalement, la réaction du marché était

722 Art. 656c al. 2 CO. Les participants ont essentiellement accès à la convocation, aux objets portés à l'ordre du jour, les propositions et peuvent exiger le procès-verbal de l'assemblée générale. Voir à ce sujet, l'art. 656d al. 1 et 2 CO ; voir également VON DER CRONE (2020), § 12 n° 462.

723 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 453 s.

724 Art. 656a al. 2 et 656 al. 2 CO.

725 Voir supra n° 176 s.

726 HORNER, p. 73.

727 HORNER, p. 82.

728 BOEMLE, p. 599.

729 HORNER, p. 82.

730 LUND, p. 707.

positive, la demande s'est avérée dix fois supérieure à l'offre émise et le cours du titre a terminé sa première journée à la hausse de 44 %⁷³¹. Cet exemple, bien qu'anecdotique et qui est à notre connaissance unique dans l'actualité, démontre que si les conditions sont réunies, le marché peut être incité à investir dans ce schéma de contrôle.

Toutefois, cette introduction en bourse a également éveillé l'intérêt de certains fournisseurs d'indices boursiers, également nommés agences de notation, en particulier FTSE Russell⁷³² et S&P Dow Jones Indices⁷³³. À la suite de cette introduction en bourse, FTSE Russell a annoncé la mise en consultation d'une révision de ses directives internes d'établissement d'indices⁷³⁴. Cette consultation a mené au refus d'intégrer dans ses indices des sociétés dont moins de 5 % des droits de vote seraient détenus en main du public⁷³⁵. Conséquemment, Snapchat n'a pas été intégré aux *benchmarks* US de FTSE Russell⁷³⁶. Pour sa part, S&P Dow Jones Indices, suite à l'introduction de Snapchat, a fait le choix encore plus sévère de refuser intégralement toutes nouvelles entrées de sociétés à double classe d'actions dans ses indices⁷³⁷. Ces exclusions ne sont pas sans conséquences, compte tenu de l'importance grandissante des fonds de placement, en particulier les fonds indiciels⁷³⁸. En effet, la politique d'investissement de ces investisseurs est telle qu'ils investissent généralement sur la base de ces indices, et donc à l'exclusion des sociétés n'y figurent pas⁷³⁹. Cette exclusion d'indices boursiers de référence est par conséquent un risque dont les nouvelles sociétés s'introduisant en bourse doivent tenir compte.

En ce qui concerne le marché suisse, une problématique similaire ne s'est pas encore présentée. Les bons de participation de Schindler Holding AG et Lindt & Sprungli AG font toutes deux parties de l'indice SMIM, tandis

731 LUND, p. 707.

732 LUND, p. 692.

733 FISCH/HAMDANI/DAVIDOFF SOLOMON, p. 60.

734 LUND, p. 692.

735 FTSE RUSSELL, p. 3.

736 LUND, p. 692.

737 FISCH/HAMDANI/DAVIDOFF SOLOMON, p. 61 et nbp 245.

738 BEBCHUK/HIRST, p. 2033; FISCH/HAMDANI/DAVIDOFF SOLOMON, p. 17 et 19; KARAMETAXAS, p. 54; KHORT, p. 33; LUND, p. 692.

739 LUND, p. 692.

que les bons de jouissance de Roche Holding AG font partie intégrante du SMI. Néanmoins, la présence de ces titres n'est pas un gage de sureté pour de nouveaux entrants sur le marché.

4. Conclusion intermédiaire

- 330 Le privilège de vote, bien qu'il soit de moins en moins présent au sein des sociétés cotées, demeure un instrument de choix. Il permet aux fondateurs, aux groupes familiaux et aux actionnaires de contrôle désireux de maintenir le contrôle d'ouvrir leur capital plus facilement aux investisseurs externes.
- 331 Les données empiriques disponibles indiquent une mauvaise compréhension du marché suisse qui, majoritairement, s'oppose aux privilèges de vote. En effet, l'influence négative ou positive du privilège de vote sur la valeur de la société et sur les rendements des titres n'est pas clairement déterminable. Les investisseurs ne devraient donc pas être réticents à investir dans cette forme de structure actionnariale.
- 332 Le nombre de tentatives de prise de contrôle qui visent des sociétés cotées dotées d'actions à droit de vote privilégié corrobore avec leur présence sur le marché. La réelle retombée se ressent sur la proportion de tentatives de prises de contrôle amicales qui sont naturellement plus répandues. Un privilège de vote supposant nécessairement un actionnariat concentré, un offrant devra incidemment convaincre l'actionnaire de contrôle de vendre sa participation pour acquérir une participation de contrôle lui-même. Sur ce point, il est difficilement compréhensible pourquoi une prédominance de prises de contrôle amicales pose un problème. Si le régime de protection des actionnaires minoritaires en matière de transparence et de prix minimum est suffisamment robuste, les prises de contrôle amicales ne devraient pas être regardées d'un mauvais œil.
- 333 Finalement, la problématique du coût d'agence dans les sociétés à double classe d'actions naît essentiellement dans la relation entre les actionnaires de référence et les actionnaires ordinaires. À l'instar de la relation entre les dirigeants et les actionnaires, le risque d'extraction des biens sociaux et d'imperméabilisation face à la pression actionnariale dépend du régime de protection *ex ante* et *ex post applicable*. En octroyant aux actionnaires ordi-

naires un droit de surveillance et de contestation des décisions, le risque de coût d'agence supposément accru devrait pouvoir être suffisamment contenu. En l'espèce, si les coûts d'agence étaient aussi importants sur le marché suisse, les sociétés cotées dotées d'un privilège de vote devraient être sous-évaluées. Ici, l'étude menée par VON DER CRONE/PLAKSEN semble démystifier ce stigmate⁷⁴⁰.

Par conséquent, cet ouvrage s'oppose à une abolition du privilège de vote en droit suisse qui ne ferait que desservir notre place financière dans le futur. Il serait néanmoins judicieux de la part du législateur d'apporter une meilleure clarté juridique quant à la suspension et la suppression du privilège de vote. L'incertitude a souvent pour résultat d'effrayer les investisseurs face à des opportunités d'investissement et de dissuader des fondateurs d'ouvrir leur actionnariat au public. Une clarification de la réglementation applicable contribuerait dès lors à rassurer les différentes parties prenantes. 334

Il serait encore opportun d'adapter notre ordre juridique à l'évolution globale du marché des capitaux. Peut-être serait-il intéressant d'offrir aux actionnaires de contrôle de nouveaux outils permettant de concilier leurs intérêts à ceux des actionnaires ordinaires, essentiels à la croissance de leurs entreprises. Les clauses crépusculaires offrent sur cet aspect un instrument modulable, en particulier lorsque les actionnaires ordinaires veulent avoir leur mot à dire en cas de passations de contrôle au sein des sociétés dans lesquelles ils investissent. 335

Dans ce contexte, les clauses crépusculaires à terme semblent contrevenir à l'objectif d'un privilège de vote. Ces dernières servent principalement à imperméabiliser les actionnaires de contrôle face à la pression actionnariale à court terme. Un terme impose aux bénéficiaires du privilège de satisfaire aux exigences de ces actionnaires afin de pouvoir renouveler le privilège de vote. Ce type de clause apparaît donc contre-intuitive d'un point de vue pratique. 336

À l'inverse, les clauses crépusculaires conditionnées ouvrent la voie à une meilleure adaptabilité de la structure actionnariale. Ce mécanisme permet aux actionnaires ordinaires de renoncer plus facilement à leur influence au profit d'un cercle défini d'actionnaires de confiance. En effet, si ces derniers ne remplissent plus les conditions de l'octroi du privilège, l'influence des actionnaires ordinaires leur reviendra graduellement. 337

740 VON DER CRONE/PLAKSEN, p. 27 s.

- 338 Les actions de loyauté, qui, théoriquement, offrent une meilleure égalité de traitement, entravent en réalité trop fortement le transfert du contrôle. Afin de garantir une stabilité décisionnelle, le contrôle doit pouvoir être transféré sans délai de carence. L'alternative proposée par le Parlement, le dividende de loyauté n'apporte pas non plus de réelle plus-value au débat sur le contrôle. En effet, il octroie une compensation financière aux actionnaires de long terme sans que ces derniers aient forcément vocation à prendre part activement à la prise de décisions. Cet argument vaut également en ce qui concerne le droit de vote de loyauté. À cela s'ajoute la pénalité financière que subissent les nouveaux actionnaires entrants qui sont privés d'un dividende complet. Cette discrimination les incite plutôt à rechercher une alternative d'investissement. Finalement, le but des actions de loyauté est aussi principalement celui de combattre les stratégies d'investissement axées sur le court terme. Ces stratégies sont vues négativement par le grand public, mais aussi par de nombreux acteurs sur les marchés de capitaux. Néanmoins, les études menées sur ces stratégies d'investissement n'arrivent pas unanimement à cette même conclusion. Des doutes persistent quant au risque que cette forme de privilège de vote cherche à prévenir. Pour cette raison, il est souscrit avec réserve à l'introduction en Suisse de ces deux formes de privilèges de loyauté. Ceux-ci ont en réalité une certaine utilité quand l'État-actionnaire souhaite céder des participations tout en conservant son contrôle, ce qui n'est pas le cas actuellement en Suisse.
- 339 La dernière alternative de financement analysée est concrétisée par les bons de participation. Ces titres de participation ne sont plus à l'air du temps. L'absence de droits de vote qui accompagne ces titres s'oppose radicalement à la vision du contrôle connue de nos jours. Dans une très large majorité, les sociétés cotées en Suisse semblent opter pour un régime d'une action, une voix, mettant ainsi à cette occasion les actionnaires publics au-devant de la scène. Si ceux-ci ont une puissance financière suffisante, ils peuvent acquérir une position suffisamment importante pour peser dans la balance lors de la prise de décisions. Dans certains cas, les actionnaires de contrôle ne souhaitent pas concéder une trop grande part de celui-ci et profitent donc du mécanisme des actions à droit de vote privilégié pour limiter la dilution de leur participation. Notre législateur a néanmoins souhaité encadrer cette pratique, de sorte que selon les décisions inscrites à l'ordre du jour, le privilège de vote puisse être limité. Dans un cas comme dans l'autre, une place plus ou moins grande est octroyée à l'actionnariat public, afin de prendre part aux décisions qui auront un impact, dans le futur, sur la gestion de la

société. Les bons de participation, en ôtant quasi intégralement cette opportunité des mains des actionnaires publics, représentent un pas de trop. Dès lors, bien que leur pratique ait été libéralisée par la révision du droit de la société anonyme, leur popularité devrait demeurer inchangée dans un futur proche. Bien évidemment, il n'est pas possible de prévoir ce que nous réserve le futur. Si les circonstances s'y prêtent, peut-être qu'une société courageuse s'introduira en bourse avec un tel modèle de financement.

Dans l'économie moderne globalisée, les sociétés ne craignent plus de s'introduire en bourse à l'étranger lorsque les conditions offertes par leur marché domestique ne leur conviennent pas. Or, comme nous l'avons tous entendu auparavant, il vaut mieux prévenir que guérir. Pour cette raison, il n'est plus à l'air du temps d'offrir des outils qui permettent aux actionnaires d'exacerber leur contrôle sans limite ou leur ôter toutes alternatives. L'ère est désormais à des outils les soutenant plutôt dans leur effort de conciliation avec leur actionnariat. Peut-être éviterons-nous ainsi notre affaire Alibaba ou une nouvelle affaire Sika.

340

CHAPITRE 4 :

LES CLAUSES D'AGRÉMENT ET DE PLAFONNEMENT DU DROIT DE VOTE

1. Introduction

Dans les petites sociétés anonymes, à l'instar des sociétés de personnes, les actionnaires participent activement à la croissance de l'entreprise⁷⁴¹. Leurs caractéristiques personnelles ont dès lors une importance, car elles définissent la qualité de leur gestion. Toutefois, du point de vue d'une société anonyme de grande taille, notamment cotée, l'actionnaire est principalement un bailleur de fonds⁷⁴². 341

Cette distinction, qui semble superficielle, conserve une certaine importance. En qualité de bailleurs de fonds, les actionnaires, dans une écrasante majorité, contribuent au financement, mais ne prennent pas part personnellement à la gestion⁷⁴³. En adoptant une position d'observateur, l'actionnaire s'efface ainsi au profit d'une communauté aux individualités de moins en moins discernables. Cette indifférence de la personne de l'actionnaire est d'autant plus marquée que la société s'agrandit et que son nombre d'actionnaires accroît. Il en découle qu'un ou plusieurs actionnaires peuvent se substituer sans que cela n'ait un impact sur la réalisation du but de la société. La composition de l'actionnariat perdant au fur et à mesure de son importance vis-à-vis de la réalisation du but social, son appartenance en devient naturellement transférable. Par conséquent, l'actionnaire doit pouvoir sortir de la société et céder sa part à un tiers qui souhaitera se substituer à lui. Un droit formel de sortie n'est donc plus nécessaire si la possibilité de transmettre les actions est garantie⁷⁴⁴. 342

Néanmoins, le droit de la société anonyme permet à la société de prévoir des situations dans lesquelles l'identité du titulaire des actions revêt une importance cardinale. Il est en effet possible de prévoir, statutairement, que l'exer- 343

⁷⁴¹ VON DER CRONE (2020), § 12 n° 340.

⁷⁴² VON DER CRONE (2020), § 12 n° 340.

⁷⁴³ VON DER CRONE (2020), § 12 n° 275.

⁷⁴⁴ VON DER CRONE (2020), § 12 n° 275.

cice intégral du droit de vote rattaché aux actions et la libre transmissibilité des actions pourront être restreints à certaines conditions⁷⁴⁵. Ces deux formes de restrictions peuvent être prévues dans des clauses de plafonnement du droit de vote⁷⁴⁶ et de restriction à la transmissibilité des actions⁷⁴⁷.

- 344** Bien que leur mode de fonctionnement diffère, leur but est relativement similaire. Ces clauses statutaires serviront soit à conserver un actionnariat diffus⁷⁴⁸ ou au contraire à assurer aux actionnaires de contrôle qu'un contre-pouvoir ne pourra pas émerger sans leur consentement⁷⁴⁹.
- 345** Au sein des sociétés cotées, l'usage de ces clauses est largement répandu. Sur l'ensemble des sociétés cotées auprès de la SIX, soit 230 sociétés, 114 sociétés prévoient des mesures statutaires autorisant un traitement différencié entre les actionnaires⁷⁵⁰. De ces dernières, 55 sociétés prévoient dans leurs statuts des clauses d'agrément ou de plafonnement du droit de vote⁷⁵¹. En soustrayant les banques cantonales et la Banque nationale suisse, leur nombre atteint 51 sociétés⁷⁵².
- 346** Il est également intéressant de relever la structure actionnariale de ces sociétés. Actuellement, sur les 48 sociétés qui prévoient dans leurs statuts une clause d'agrément, 33 d'entre elles (68 %) disposent d'un actionnariat concentré, soit plus de 33⅓ % des droits de vote détenus par quelques actionnaires importants⁷⁵³. L'usage des clauses d'agrément révèle ainsi une tendance à maintenir un groupe d'actionnaires au contrôle tout en évitant la constitution d'un contre-pouvoir. Dans certains cas rares, le but sera d'assurer la diffusion de l'actionnariat.
- 347** Il en est autrement pour les clauses de plafonnement du droit de vote. Sur les 14 sociétés dont les statuts présentent une telle clause, 10 d'entre elles (71 %) disposent d'un actionnariat dispersé⁷⁵⁴. Cette tendance s'inscrit dans

745 Art. 685a et 685d CO.

746 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 692 CO, n° 43.

747 FF 1983 II 844.

748 KLÄY, p. 16; TAUCHER, p. 12 s.; ZK-CRAMER, ad art. 685d CO, n° 2.

749 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685a CO, n° 4; ZK-CRAMER, ad art. 685d CO, n° 2.

750 Voir supra Tableau 2.

751 Voir supra Tableau 2.

752 Voir supra Tableau 4.

753 Voir supra n° 131; voir également supra Tableau 4.

754 Voir supra Tableau 4.

les lignes de l'usage que leur prévoit généralement la doctrine, à savoir une diffusion de l'actionnariat.

Concernant les 4 sociétés restantes dont l'actionnariat est concentré, 3 d'entre elles (75 %) présentent une application conjointe d'une clause d'agrément et d'une clause de plafonnement du droit de vote⁷⁵⁵. Dans la pratique, ces clauses peuvent trouver une utilité différente que la dilution de l'actionnariat. 348

Pour chacune de ces deux clauses, nous procéderons en trois étapes. D'abord, par une analyse du cadre réglementaire applicable. En parallèle, l'utilité pratique de ces clauses sera abordée, en particulier le contexte dans lequel ces clauses sont intégrées dans les statuts. Finalement, nous délimiterons l'étendue de l'application de ces clauses au sein de la société. À ce titre, un regard particulier sera porté sur leur compatibilité avec des principes généraux du droit de la société anonyme, notamment l'égalité de traitement. 349

2. La restriction à la transmissibilité des actions

1. Généralités

Comme le relève TRIGO TRINDADE, les premières traces des restrictions à la transmissibilité des actions remontent au Code fédéral des obligations de 1881 qui prévoyait, déjà, des restrictions légales à la libre transmissibilité d'actions partiellement libérées⁷⁵⁶. La révision du droit des sociétés de 1936, quant à elle, formalisa le principe du refus d'inscription légal. Cette même révision autorisa également les sociétés anonymes à restreindre statutairement la libre transmissibilité des actions. À cette fin, le conseil d'administration était autorisé à refuser l'approbation d'un nouvel actionnaire sans justes motifs⁷⁵⁷. 350

Ce n'est que dans le cadre de la révision de 1991 que le législateur s'est penché sur l'impact subi par les actionnaires minoritaires dans les sociétés ano- 351

⁷⁵⁵ Voir supra Tableau 4.

⁷⁵⁶ Art. 637 al. 7 CO 1881 ; ZK-TRIGO TRINDADE, ad art. 685 CO, n° 6 qui se réfère à cette restriction comme étant le pendant, en droit des sociétés, de la reprise de dette connue du droit général des obligations.

⁷⁵⁷ DEFFERRARD (2015), p. 2 ; GERIKE/JENTSCH, p. 618.

nymes⁷⁵⁸. À ce titre, le législateur a reconnu l'importance pour les actionnaires de pouvoir sortir de l'actionnariat en l'absence d'un droit de sortie, un besoin auquel la libre transmissibilité des titres répondait⁷⁵⁹. Partant, afin de limiter les restrictions à la libre transmissibilité, le législateur a établi une liste exhaustive de motifs justifiant une restriction⁷⁶⁰.

- 352 Dans sa version actuelle, le Code des obligations distingue entre la restriction légale, laquelle se limite à la solvabilité de l'acquéreur⁷⁶¹, et les restrictions statutaires, qui visent un plus large éventail de caractéristiques propres à l'acquéreur⁷⁶².
- 353 Si la société est cotée, la SIX prévoit des restrictions à la cotation des titres dont la négociabilité est compromise⁷⁶³. Or, la libération partielle des actions compromet la négociabilité des titres puisque, dans ce cas, le conseil d'administration doit approuver leur transfert⁷⁶⁴. Partant, des actions qui ne sont pas entièrement libérées ne doivent pas être admises en bourse. Les restrictions légales à la transmissibilité des actions ne devraient donc pas poser de problème en pratique.
- 354 Les restrictions statutaires, quant à elles, se subdivisent en deux catégories distinctes, selon que les titres visés soient cotés ou non en bourse⁷⁶⁵. En principe, toutes les actions d'une même catégorie doivent être cotées⁷⁶⁶. Lorsqu'une société ne dispose que d'une seule classe d'actions, une clause de restriction à la transmissibilité s'applique donc théoriquement à tous les transferts. Ce modèle est le plus répandu auprès des participants à la bourse suisse.
- 355 À l'inverse, lorsque la société émet des actions à droit de vote privilégié, deux catégories d'actions coexistent, mais avec une valeur nominale différente⁷⁶⁷. Dans ce cas, les actions ordinaires seront généralement admises en bourse et les actions dotées du privilège ne seront pas soumises à la cota-

758 DEFFERRARD (1999), p. 90.

759 DEFFERRARD (2015), p. 2.

760 Art. 685a ss CO.

761 Art. 685 CO ; ZK-TRIGO TRINDADE, ad art. 685 CO, n° 15.

762 Art. 685a ss CO ; JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 349.

763 Art. 21 al. 1 Règlement de cotation.

764 Art. 685 al. 1 CO.

765 Art. 685b s. CO et 685d ss CO.

766 Art. 18 Règlement de cotation.

767 Sur les actions à droit de vote privilégié, voir supra n° 164 ss.

tion. Cette structure peut soulever un certain intérêt, car elle permet de prévoir des régimes de restriction différenciés applicables uniquement à l'une ou l'autre des deux catégories⁷⁶⁸.

En effet, lorsque les actions ne sont pas cotées, des motifs de restrictions fondés sur des caractéristiques personnelles pourront être prévus⁷⁶⁹. À l'inverse, lorsque les actions seront cotées, la société sera limitée à des considérations quantitatives, à savoir en proportion de la totalité des droits de vote émis⁷⁷⁰. 356

En partant de cette prémisse, cette contribution s'intéresse au régime prévu par le législateur ainsi qu'aux difficultés qui en découlent pour les sociétés et leurs actionnaires. 357

II. *Le régime applicable*

Le régime applicable aux restrictions à la transmissibilité des actions s'opère en deux étapes. Premièrement, un régime général applicable à toute clause d'agrément sans tenir compte de la catégorie d'actions visées. Dans un second temps, un régime spécifique à la clause qui dépendra de la cotation ou non des actions⁷⁷¹. Il sera donc procédé à une analyse en deux temps. 358

1. Les conditions d'introduction

1.1 Une base statutaire

Afin de valablement restreindre la libre transmissibilité des actions, la société doit prévoir une base statutaire à cet effet⁷⁷². Cette obligation trouve son fondement à l'art. 685a al. 1 CO⁷⁷³. Cette mention spécifique répond à 359

768 ZK-HANDSCHIN, ad art. 685b et 685c CO, n° 2; dans ce sens DU PASQUIER/OERTLE, p. 759; MUSTAKI/SCHWAB, p. 269 s.; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 341.

769 Voir infra n° 369 ss.

770 Voir infra n° 404 ss.

771 Voir les art. 685b s. CO pour les actions non cotées en bourse et les art. 685d ss CO pour les actions cotées en bourse.

772 DEFFERRARD (2015), p. 2; DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 10 n° 70; MARTIN, p. 2.

773 Avant la révision du droit de la société anonyme de 2020, l'obligation statutaire découlait plus généralement de l'art. 627 ch. 8 aCO qui est désormais abrogé sans incidence matérielle à ce sujet. À l'inscription au registre du commerce, les restrictions statutaires à la libre transmissibilité des actions doivent également être mentionnées avec un renvoi aux statuts. Sur ce dernier aspect, voir l'art. 45 al. 1 let. l ORC.

un besoin de transparence qui découle de l'entrave à la libre transmissibilité des actions⁷⁷⁴. L'inscription dans les statuts d'une clause d'agrément constitue également le moment déterminant afin d'adapter la terminologie utilisée afin de définir les actions ciblées. Dès ce moment, les actions ciblées deviennent des «actions nominatives liées» ou «*Vinkulierte Namensaktien*», à savoir des actions dont le transfert requiert l'approbation de la société⁷⁷⁵.

- 360 Si la clause d'agrément ne figure pas dans les statuts à la fondation, l'adoption *a posteriori* requiert l'approbation de l'assemblée générale⁷⁷⁶. Puisque ces clauses dérogent au principe de la libre transmissibilité, leur approbation est soumise à la majorité qualifiée⁷⁷⁷. Cette même majorité qualifiée s'applique également en cas d'aggravation des motifs de restriction⁷⁷⁸.
- 361 En revanche, le dispositif légal ne prévoit pas expressément la majorité requise afin de supprimer une clause d'agrément⁷⁷⁹. Ce silence du législateur doit être compris comme un silence qualifié. Comme le relève à raison VON DER CRONE, le statut d'actionnaire doit, en principe, être librement transmissible⁷⁸⁰. Puisque la suppression ou l'assouplissement des règles relatives à la restriction de la transmissibilité revient à rétablir le postulat de base, ces décisions sont soumises à la majorité absolue⁷⁸¹.
- 362 Enfin, une clause d'agrément adoptée après la fondation ne peut pas produire d'effet rétroactif pour les actionnaires existants⁷⁸². Ceux-ci bénéficient donc d'une exemption à l'agrément lors de l'adoption. Les actionnaires déjà présents lors de l'adoption ne peuvent cependant pas revendiquer cette exemption concernant des transferts opérés après l'introduction de la clause. Ce sera typiquement le cas d'un actionnaire qui aliénera sa participation complètement et acquerra à nouveau, plus tard, une participation dans la société.

774 KLÄY, p. 328.

775 JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 349.

776 Art. 698 al. 2 ch. 1 CO.

777 Art. 704 al. 1 ch. 7 CO.

778 FF 1983 II 757, 943.

779 Art. 704 al. 1 ch. 7 a contrario CO; dans ce sens FF 1983 II 757, 943.

780 Art. 684 al. 1 CO; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 344.

781 Art. 703 al. 1 CO.

782 GERICHKE/JENTSCH, p. 626; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 343.

1.2 Les acquisitions ordinaires et particulières

Le Code des obligations distingue entre les acquisitions ordinaires et les acquisitions particulières. Les premières se définissent négativement comme toute acquisition qui n'entre pas dans le champ des art. 685*b* al. 4 CO et 685*d* al. 3 CO. Sont des acquisitions particulières, les acquisitions qui sont le fait d'une succession, un partage successoral ou en vertu d'un régime matrimonial⁷⁸³. Si les actions ne sont pas cotées, le législateur prend en compte également les acquisitions qui résultent d'une procédure d'exécution forcée⁷⁸⁴. 363

Lorsque l'acquisition est ordinaire, la société peut faire valoir la clause d'agrément à l'encontre de l'acquéreur afin de refuser son approbation. Incidemment, la propriété des actions ne sera pas transférée ou les droits de vote ne seront pas entièrement reconnus à l'acquéreur selon que les actions soient respectivement non cotées ou cotées en bourse⁷⁸⁵. 364

À l'inverse, en cas d'acquisition particulière, la société ne peut pas, en principe, refuser l'actionnaire⁷⁸⁶. Si les actions ne sont pas cotées, à défaut de pouvoir invoquer de justes motifs, la société peut racheter les actions à leur valeur réelle⁷⁸⁷. Les hypothèses d'acquisitions particulières prévues par la loi ne sont pas exhaustives⁷⁸⁸. De ce fait, la société n'est pas non plus habilitée à refuser un actionnaire en cas de fusion, de scission ou de transfert de patrimoine notamment⁷⁸⁹. 365

1.3 Les acquisitions individuelles et de concert

À la lecture du texte légal, les art. 685*a* ss CO visent un seul acquéreur⁷⁹⁰. La clause d'agrément n'est donc, en principe, pas applicable en cas d'actions de concert. Or, d'un point de vue pragmatique, à participations équivalentes, 366

⁷⁸³ CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685*b* CO, n° 50 ss.

⁷⁸⁴ Art. 685*b* al. 4 CO.

⁷⁸⁵ FF 1983 II 757, 924.

⁷⁸⁶ Art. 685*b* al. 4 CO et 685*d* al. 3 CO.

⁷⁸⁷ Art. 685*b* al. 4 CO ; DEFFERRARD (2015), p. 7.

⁷⁸⁸ DEFFERRARD (2015), p. 7.

⁷⁸⁹ ATF 109 II 130, c. 2 ; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685*b* CO, n° 53.

⁷⁹⁰ Voir notamment les art. 685*b* al. 3 CO et art. 685*d* al. 1 CO ; voir également TF, 2A.394/2000, c. 3f.

l'exercice coordonné par plusieurs actionnaires de leur droit de vote produit les mêmes effets que celui d'un seul actionnaire⁷⁹¹.

- 367 Il revient dès lors à la société de prévoir statutairement la prise en compte d'actions de concert⁷⁹². Compte tenu du fait que le contenu des clauses d'agrément, et de ce fait la définition statutaire de la notion d'actions de concert dépend de l'autonomie privée, une définition unifiée ne peut pas être élaborée. Néanmoins, constituent généralement un groupe, les personnes morales regroupées sous une direction unique, par le capital, par les voix ou d'une autre manière, ainsi que les personnes physiques et morales qui s'entendent sur l'exercice de leur vote par un contrat ou de toute autre manière⁷⁹³.
- 368 Cependant, la prise en compte des actions de concert est généralement imparfaite. En effet, la clause d'agrément est exercée uniquement lors de l'entrée dans l'actionnariat. Ainsi, comme le relève à juste titre TRIGO TRINDADE, si la concertation est concrétisée ultérieurement, par exemple par la conclusion d'une convention d'actionnaires, la société ne peut pas invoquer la clause d'agrément à nouveau contre ce nouveau groupe⁷⁹⁴. La société peut tout de même s'opposer, dans certains cas, aux actions de concert lorsqu'il y a tentative de contournement. Par exemple, lorsqu'un actionnaire qui répartit sa participation auprès de plusieurs autres actionnaires en prévoyant une convention d'actionnaires conclue à la seule fin de disperser sa participation⁷⁹⁵. Nous rallions ce raisonnement dans la mesure où, d'un point de vue pragmatique, de tels exemples d'opacité ne doivent pas permettre d'éviter l'application des clauses d'agrément.

2. La restriction visant des actions non cotées

- 369 Le dispositif légal prévoit ici une réelle restriction à la transmissibilité des actions. En effet, « tant que l'approbation nécessaire au transfert des actions n'est pas donnée, la propriété des actions et tous les droits en découlant

791 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 389.

792 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 17; MARTIN, p. 125.

793 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 17; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 389; MARTIN, p. 125.

794 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 17; dans ce sens également VON DER CRONE (2020), § 12 n° 390.

795 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 390.

restent à l'aliénateur »⁷⁹⁶. La restriction ne vise pas seulement l'exercice des droits liés aux actions, mais le transfert de leur titularité⁷⁹⁷. Par effet d'incidence, les droits sociaux et patrimoniaux ne sont pas transférés⁷⁹⁸. L'actionnaire-aliénateur subit donc une atteinte importante à sa liberté économique, car en cas de refus, il se verra contraint de demeurer actionnaire⁷⁹⁹.

Les possibilités de restrictions autorisées en matière d'actions non cotées sont plus étendues que celles visant des actions cotées⁸⁰⁰. Cela est justifié, car le caractère personnel de l'actionnaire revêt une importance plus importante au sein des sociétés privées et en ce qui concerne la portion du capital-actions non ouverte au public dans certaines sociétés cotées⁸⁰¹. 370

La société dispose à ce titre de trois moyens afin de valablement empêcher le transfert des actions⁸⁰². La première possibilité revient à prévoir dans les statuts des justes motifs⁸⁰³. Les justes motifs sont toutefois limités à la composition du cercle actionnarial eu égard au but social et à l'indépendance économique de l'entreprise⁸⁰⁴. Si la société ne peut pas faire valoir de justes motifs vis-à-vis d'un acquéreur, elle pourra tout de même reprendre les actions à leur valeur réelle (*escape clause*)⁸⁰⁵. 371

Finalement, la société pourra encore refuser d'approuver le transfert de la titularité des actions lorsque l'acquéreur ne déclare pas expressément qu'il reprend les actions en son propre nom et pour son propre compte (clause anti-fiduciaire)⁸⁰⁶. Concernant cette dernière clause, ce chapitre se limitera à constater que les clauses anti-fiduciaires ne doivent pas être inscrites expressément dans les statuts pour être applicables⁸⁰⁷. 372

796 Art. 685c al. 1 CO.

797 DEFFERRARD (2015), p. 1; MARTIN, p. 88.

798 DEFFERRARD (2015), p. 1; MARTIN, p. 88.

799 CHRISTE, p. 189; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 345.

800 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 341.

801 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 340.

802 DEFFERRARD (2015), p. 2 ss.

803 Art. 685b al. 1 CO.

804 Art. 685b al. 2 CO.

805 Art. 685b al. 1 CO.

806 Art. 685b al. 3 CO; MARTIN, p. 107; DU PASQUIER/OERTLE, p. 760; STUCCHI/FERRO, p. 57.

807 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 35.

2.1 Le refus pour justes motifs

- 373 Selon l'art. 685*b* al. 2 CO, le refus pour justes motifs est soumis à deux conditions⁸⁰⁸. La clause d'agrément doit prévoir un juste motif qui porte sur la composition du cercle des actionnaires et qui se justifie eu égard au but social ou à l'indépendance économique⁸⁰⁹. Ces conditions sont cumulatives et, surtout, impératives. Dès lors, les conditions de l'agrément doivent être expressément mentionnées dans les statuts⁸¹⁰.
- 374 Le Conseil fédéral, dans son message de 1983, ne s'est pas déterminé sur le caractère exhaustif de cette norme⁸¹¹. La doctrine majoritaire, quant à elle, reconnaît un caractère exhaustif⁸¹². En limitant les possibilités de restrictions à la transmissibilité, le Conseil fédéral s'est positionné en faveur de la libre transmissibilité des actions. Ce principe, rappelé à l'art. 684 al. 1 CO, et qui était au centre de cette réforme, représente encore aujourd'hui l'un des principaux droits de l'actionnaire⁸¹³. Afin de respecter la volonté du Conseil fédéral et du législateur, les conditions de restrictions à la transmissibilité des actions doivent être suffisamment prévisibles. Pour atteindre ce but, une interprétation en faveur du caractère exhaustif de la norme est adéquate⁸¹⁴. Cependant, cela n'a pas pour conséquence d'empêcher une interprétation extensive des notions de but social et d'indépendance économique de la société⁸¹⁵.
- 375 Un simple renvoi des statuts à l'art. 685*b* al. 2 CO n'est pas suffisant⁸¹⁶. En cas d'imprécision ou de doute, la société ne pourra pas appliquer la clause d'agrément à l'encontre de l'acquéreur⁸¹⁷. Par conséquent, les justes motifs doivent être objectivement compréhensibles par l'acquéreur⁸¹⁸. La rédac-

808 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685*b* CO, n° 13.

809 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685*b* CO, n° 3.

810 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685*b* CO, n° 13.

811 FF 1983 II 757, 926.

812 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685*b* CO, n° 13; BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685*b* CO, n° 1 s.; ZK-HANDSCHIN, ad art. 685*b* CO, n° 43; BÖCKLI (2022), § 5 n° 212; DEFFERRARD (2015), p. 3; MARTIN, p. 100.

813 FF 1983 II 757, 925 ss; dans ce sens, DEFFERRARD (2015), p. 2.

814 Dans ce sens, KLÄY, p. 148 s.; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 348.

815 Voir à ce sujet, n° 377 ss.

816 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685*b* CO, n° 3; ZK-HANDSCHIN, ad art. 685*b* CO, n° 45.

817 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685*b* CO, n° 13.

818 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 348.

tion de ces clauses, comme le relève BÖCKLI, nécessite ainsi une rédaction spécifique au cas par cas⁸¹⁹.

En principe, la première condition relative à la « composition du cercle des actionnaires » est en principe toujours remplie. Toute clause d'agrément visant à exclure l'entrée dans l'actionnariat d'un nouvel acquéreur d'actions, elle portera toujours sur la composition du cercle actionnarial⁸²⁰. 376

a Le but social

Eu égard au but social, plusieurs réflexions méritent d'être développées. Le but social auquel il est fait référence est celui inscrit dans les statuts de la société⁸²¹. Par cette inscription et la transmission des statuts au registre du commerce, le but social est rendu visible aux tiers⁸²². La société anonyme qui souhaite l'invoquer comme motif de refus doit donc être vigilante. Le but social devra être à la fois suffisamment large pour ne pas contrevenir à l'activité de la société, tout en demeurant suffisamment précis afin d'être invoqué comme fondement de refus d'agrément⁸²³. 377

Afin de valablement maintenir à l'écart des tiers incompatibles avec le but social, la société peut se référer à des caractéristiques particulières que les acquéreurs devront posséder⁸²⁴. Par exemple, il peut être attendu des actionnaires qu'ils présentent des aptitudes ou des certifications spécifiques comme cela pourrait être le cas dans un institut médical ou une étude d'avocats⁸²⁵. Ce motif devient cependant de moins en moins justifiable, plus la société grandit ou lors de son introduction en bourse. En effet, à ce stade, le rôle d'associé de l'actionnaire s'efface au profit de celui de bailleur de fonds. Comme ce dernier devient prédominant, l'absence de telles caractéristiques ne devrait normalement pas représenter une entrave à l'accomplissement du but social. 378

819 BÖCKLI (2022), § 5 n° 12.

820 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 15.

821 Art. 626 al. 1 ch. 2 CO; NAGEL, p. 197.

822 Art. 43 al. 1 let. b ORC; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, n° 322.

823 VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, n° 322.

824 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 18.

825 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 18; BÖCKLI (2022), § 5 n° 219; HARI (2017), p. 44; OBRIST, p. 165. En ce qui concerne l'orientation politique ou la confession, CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 18 relèvent selon nous à juste titre comme exemple le cas d'un journal ayant une ligne éditoriale claire.

379 Il est aussi admis que la société, dans certains cas, puisse tenir compte de la nationalité de l'acquéreur afin de juger de l'incompatibilité d'un acquéreur⁸²⁶. L'art. 685b al. 2 CO ne mentionne pas expressément ces clauses dont le but est de promouvoir le caractère suisse de la société. De ce fait, la position d'HANDSCHIN qui ne les admet que dans le cas où elles seraient nécessaires à la poursuite effective du but social de la société est suivie⁸²⁷. Cela sera plus particulièrement le cas lorsque l'admission de personnes étrangères au sein du sociétariat empêchera la société de produire des preuves relatives à la composition de l'actionnariat exigées par la législation fédérale⁸²⁸. Cette hypothèse, qui est au demeurant relativement rare, vise notamment les cas d'application de la loi sur les banques et de la loi sur l'acquisition d'immeubles par des personnes à l'étranger⁸²⁹. Ce principe, qui n'est initialement applicable que pour les actions cotées⁸³⁰, est également applicable en matière d'actions non cotées⁸³¹. Contrairement aux autres caractéristiques personnelles, les clauses de nationalité relèvent d'un régime d'autorisation. Par conséquent, la taille de la société n'a pas d'influence sur le bien-fondé de la clause. En revanche, en l'absence d'une disposition légale qui conditionne la délivrance d'une autorisation au caractère suisse d'une société, une clause de nationalité pourra difficilement être justifiée⁸³².

b L'indépendance économique

380 Le second juste motif de refus reconnu par législateur a trait à l'indépendance économique de l'entreprise⁸³³. Le Conseil fédéral, lors de l'introduction de ce motif, qualifiait ce juste motif d'un objectif « dont la légitimité est incontestée »⁸³⁴. La notion d'indépendance économique se fonde sur la prémisses que la société n'a pas à accepter tout changement de domination sans

826 DARBELLAY/SAMB, p. 429; voir également VON DER CRÖNE, § 12 n° 395, pour une brève explication historique du maintien des clauses de nationalité en droit suisse.

827 ZK-HANDSCHIN, ad art. 685b CO, n° 47.

828 CR CO II-TRIGO TRINIDADE, ad art. 685b CO, n° 19.

829 Art. 4 al. 1 let. e LFAIE; art. 3^{bis} al. 1 LB. Voir également art. 27 al. 1 LA; art. 3 al. 1 let. d LITC pour d'autres exemples.

830 Art. 4 Disp. Fin. Tit. 26 CO.

831 Dans ce sens, BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685b CO, n° 7.

832 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685b CO, n° 7; d'un avis similaire BAUMGARTNER, p. 154, qui retient tout de même une potentielle application d'une clause de nationalité en dépit d'une disposition légale expresse lorsque l'indépendance économique de la société le justifie.

833 Art. 685b al. 2 CO.

834 FF 1983 II 757, 926.

agir⁸³⁵. La présence d'un concurrent non souhaité peut produire un effet particulièrement négatif sur la gestion. Par exemple, le conseil d'administration peut, dans certaines situations, manquer de transparence dans les informations qu'il transmet aux actionnaires, voire, dans l'extrême, refuser de les renseigner⁸³⁶. L'intérêt pour la société d'éviter un conflit l'emporte ainsi sur la libre transmissibilité des actions et justifie la restriction⁸³⁷. Un simple soupçon d'entrave à l'indépendance économique suffit à fonder ce juste motif⁸³⁸.

La société, dans le cadre de son interprétation de la clause, doit faire preuve de parcimonie. Si les actions acquises ne représentent qu'une fraction minime du contrôle décisionnel, la société ne pourra pas refuser l'acquéreur⁸³⁹. Il est ainsi recommandé de prévoir des conditions clairement définies afin de participer à une bonne compréhension de la clause⁸⁴⁰. Certaines sociétés cotées restent à ce titre très succinctes, par exemple en concevant une entrave à l'indépendance économique en cas de « nuisance à la société » ou de « mise en péril des majorités existantes ».

La doctrine s'accorde pour recommander une délimitation statutaire plus claire qu'une simple référence à des termes vagues⁸⁴¹. La proposition aussi bien doctrinale que jurisprudentielle qui revient le plus fréquemment est l'adoption d'une clause de pourcentage⁸⁴². Le seuil pertinent devra toutefois être déterminé d'après la composition préexistante de l'actionnariat. La doctrine demeure partagée sur le seuil minimal de la clause. Pour BÖCKLI, des seuils aussi bas que 3 % des droits de vote sont admissibles dans les sociétés cotées sans émettre de précision sur la composition de l'actionnaire.

835 DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 10 n° 89.

836 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 349.

837 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 349.

838 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 22; DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 10 n° 89.

839 ZK-HANDSCHIN, ad art. 685b CO, n° 49.

840 ZK-HANDSCHIN, ad art. 685b CO, n° 49.

841 BÖCKLI (2022), § 5 n° 221 ss; DEFFERRARD (1999), p. 93 s.; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, n° 324; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 353; BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685b CO, n° 5.

842 TF, 4C.35/2007, c. 3.1.; TF, 4C.242/2001, c. 5.2; KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.7.1; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 24; BIERI, § 6 n° 271; BÖCKLI (2022), § 5 n° 221 ss; DEFFERRARD (2015), p. 5 s.; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, n° 324; MARTIN, p. 98 s.; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 353.

riat⁸⁴³. Ce dernier retient l'admissibilité de seuils aussi bas que 5 ou 10 % des droits de vote sous l'angle de l'indépendance économique⁸⁴⁴. Pour sa part, TRIGO TRINDADE retient un seuil de 3 % des droits de vote tout en conditionnant ce dernier à la présence d'un actionnariat diffus préexistant⁸⁴⁵. DU PASQUIER/OERTLE s'opposent à un seuil aussi faible et recommandent, dès lors, un seuil plus élevé aux alentours de 10 %⁸⁴⁶. Le Tribunal fédéral, dans un arrêt relativement récent, avait reconnu comme admissible, dans une société non cotée, une clause qui prévoyait un seuil de 9,5 % des droits de vote tout en reconnaissant son caractère relativement élevé compte tenu de la répartition des droits de vote au sein de la société⁸⁴⁷. Concernant les sociétés cotées, le Tribunal cantonal du Canton de Zoug avait reconnu comme valable une clause se montant à 5 % des droits de vote⁸⁴⁸. Dans cette dernière affaire toutefois, il n'y a pas de second avis de l'instance cantonale supérieure et une décision du Tribunal fédéral conférant force de chose jugée. Pour notre part, nous plaçons également en faveur de l'admissibilité de seuils aussi bas que 3 % des droits de vote lorsque l'actionnariat est au préalable relativement diffus. Dans l'hypothèse d'une clause d'agrément s'appliquant aux actions non cotées d'une société cotée, un seuil de 3 % des droits de vote pourrait également être admissible en présence d'un actionnaire de contrôle. Cela pourrait être prévu dans le but d'éviter la constitution de petits groupes d'actionnaires importants pouvant, à terme, entraver la bonne gestion de la société par l'actionnaire de contrôle.

- 383 Finalement la clause ne doit pas expressément mentionner la notion d'indépendance économique pour être valable. Notre position s'inscrit dans la lignée des considérations relevées par le Tribunal cantonal du Canton de Zoug dans son arrêt rendu dans l'affaire Sika⁸⁴⁹. Lorsqu'une clause d'agrément vise des actions non cotées et prévoit une clause de pourcentage, celle-ci visera forcément l'indépendance économique de la société⁸⁵⁰. De ce fait, même en l'absence d'une mention expresse à la notion d'indépendance éco-

843 BÖCKLI (2022), § 5 n° 227.

844 BÖCKLI (2022), § 5 n° 227.

845 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 24; voir également KLÄV, p. 164, qui reconnaît un seuil allant de 5 % à 33 % des droits de vote selon le cas d'espèce.

846 DU PASQUIER/OERTLE, p. 760.

847 TF, 4C.35/2007, c. 3.4.

848 KGer ZG, A3 2015 27, c. 8 s.

849 KGer ZG, A3 2015 27.

850 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.7.1.

nomique, la clause doit être interprétée dans ce sens et doit être reconnue comme valable⁸⁵¹.

c Le cercle familial

Le critère de l'appartenance à un cercle familial en tant que juste motif de restriction à la transmissibilité des actions permet de faire le lien entre le but social et l'indépendance économique. Essentiellement, ce juste motif se confond entre ces deux grands axes et la doctrine peine à s'accorder sur son rattachement et même à l'admettre⁸⁵². Les avis à ce sujet sont partagés. 384

Du côté des opposants⁸⁵³, le but social de la société ne peut pas inclure de caractère familial, car il manque un fondement économique le justifiant. Le fait de restreindre l'acquisition aux seuls membres de la famille méconnaîtrait donc la structure de base de la société anonyme, à savoir son caractère impersonnel⁸⁵⁴. KLÄY, pour sa part, émet une légère réserve concernant les sociétés dont l'activité peut être étroitement liée au cercle familial⁸⁵⁵. À cela s'ajoute le risque que le cercle familial soit trop restreint pour garantir la possibilité aux actionnaires de sortir de l'actionnariat⁸⁵⁶. Partant, l'intérêt de l'actionnaire à sortir de la société doit l'emporter sur l'intérêt de la communauté familiale à exclure les non-membres de leur actionnariat de contrôle. 385

Du côté des partisans, la discussion porte sur le rattachement de ce juste motif. Par exemple, pour BÖCKLI et HANDSCHIN, le critère du rattachement familial peut difficilement être assimilé à la notion d'indépendance économique et doit donc être incorporé dans le but social⁸⁵⁷. En opposition à cette interprétation, MARTIN conçoit que l'appartenance au cercle familial trouve un lien de rattachement aux deux critères séparément⁸⁵⁸. Toutefois, hormis le cas où l'activité de la société est étroitement liée au carac- 386

851 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.7.1.

852 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685b CO, n° 4; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 19; ZK-HANDSCHIN, ad art. 685b CO, n° 46; BÖCKLI (2022), § 5 n° 229 ss; DEFFERRARD (1999), p. 64 s.; KLÄY, p. 172 ss; MARTIN, p. 110 ss; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 352.

853 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 19; KLÄY, p. 172 ss; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 352.

854 MARTIN, p. 113; dans ce sens, mais ne traitant pas cette question dans ce contexte spécifique AUBERSON/OPPLIGER, p. 621; CR CO II-LOMBARDINI, ad art. 620 CO, n° 13 s.

855 KLÄY, p. 174.

856 KLÄY, p. 175; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 352.

857 BÖCKLI (2022), § 5 n° 230; ZK-HANDSCHIN, ad art. 685b CO, n° 46.

858 MARTIN, p. 114.

rière familial, ce juste motif est, en principe, difficilement rattachable au but social de la société⁸⁵⁹.

- 387 Une société anonyme devrait être autorisée à tenir compte de telles considérations personnelles. Historiquement, la société anonyme n'avait pas pour vocation exclusive d'être dissociée des caractéristiques personnelles de ses actionnaires⁸⁶⁰. En effet, l'histoire de la société anonyme remonte au Code de commerce français de 1807 qui a pour la première fois codifié cette forme de société⁸⁶¹. L'art. 20 du projet prévoyait que « La société par actions est anonyme. Elle n'est connue que par une qualification relative à son objet »⁸⁶². Cette formulation ne sera que très peu modifiée dans sa version définitive dans laquelle la société anonyme sera définie ainsi : « La société par actions n'est connue que par une qualification relative à son objet »⁸⁶³. Cette norme avait pour but d'empêcher les principaux actionnaires d'user de la confiance liée à leur nom. Ce choix se justifiait, car contrairement aux sociétés de personnes, les actionnaires de la société anonyme ne répondaient de la perte engendrée par la société que pour le montant de leurs actions⁸⁶⁴. Cette interdiction de mettre en avant le nom des associés qui n'étaient pas solidairement et indéfiniment responsables valait d'ailleurs aussi pour les sociétés de personnes⁸⁶⁵. Contrairement à la vision moderne, le caractère anonyme de la société anonyme ne découlait donc pas historiquement d'un manque de considération pour l'identité ou la qualité de ses actionnaires⁸⁶⁶.
- 388 Cette conception de la société anonyme, qui a été développée durant l'Empire en France, a été transposée quelques années plus tard dans l'*Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuch* allemand de 1861⁸⁶⁷. Elle a ensuite inspiré

859 Dans ce sens, MARTIN, p. 113 s., qui conçoit le savoir-faire familial comme un élément pouvant rattacher le caractère familial au but social.

860 Contra AUBERSON/OPPLIGER, p. 621 ; VIONNET, p. 130.

861 Avant cette codification, il existait déjà au 17^e siècle des sociétés dont l'organisation s'apparentait aux sociétés anonymes en France. À titre d'exemple, la Compagnie des Indes occidentales dans laquelle les associés n'étaient pas responsables des dettes de la société. Voir à ce sujet BORNIER, p. 102 s.

862 LEFEBVRE-TEILLARD, p. 1.

863 LEFEBVRE-TEILLARD, p. 14.

864 LEFEBVRE-TEILLARD, p. 4.

865 LEFEBVRE-TEILLARD, p. 4.

866 CR CO II-LOMBARDINI, ad art. 620 CO, n° 14.

867 DUCOULOUX-FAVARD, p. 854.

à son tour les auteurs du Code fédéral des obligations de 1881⁸⁶⁸. Le Code fédéral des obligations disposait ainsi à son art. 612 que « la société anonyme ou société par actions est celle qui se forme sous une raison sociale n'énonçant pas les noms des associés ». En Suisse également, le caractère anonyme relevait donc principalement de la publicité envers les tiers plutôt que de la composition de l'actionnariat.

Cette approche historique trouve encore une certaine pertinence dans les sociétés anonymes de nos jours. Dans une certaine mesure, en restreignant le transfert des actions en dehors du cercle familial, l'actionnariat s'assure une certaine stabilité dans la prise de décisions. Cette structure, comme dans tout autre actionnariat concentré, permet aussi aux actionnaires ordinaires de faire gage de passivité. En effet, la grande majorité des décisions sont débattues et approuvées en amont des assemblées générales entre les membres du cercle familial. Lorsque l'assemblée générale viendra, les membres du cercle familial, qui agissent de concert, feront ensuite front commun. L'actionnaire ordinaire qui investit dans une société cotée avec un large héritage familial procède donc en connaissance de cause. Pour cette raison, il est difficilement compréhensible que des actionnaires ne puissent pas prévoir un régime excluant les tiers, non-membres de la famille, d'acquiescer la participation de contrôle, non cotée, de la société.

D'un point de vue utilitaire, ce type de clause est toutefois voué à perdre en efficacité, voire à se retourner contre le cercle familial, plus la société prendra de l'envergure. Dans une société cotée, la restriction du transfert au cercle familial compliquerait la vente des actions détenues dans ce cercle à un tiers et donc la possibilité, à terme, de prévoir une sortie. Une situation de blocage n'est pas non plus à l'avantage de la société et des actionnaires ordinaires. Dans cette constellation, en s'enfermant dans la société, les actionnaires majoritaires, par perte d'intérêt, devraient graduellement adopter une position de plus en plus passive. Cette passivité implique que le conseil d'administration se verrait fortement renforcé dans sa position de gestion. Ceci contribue à renchérir les coûts d'agence et n'est pas souhaitable.

868 FF 1880 III 139, 161.

2.2 La clause échappatoire

- 391 Une autre possibilité de restriction à la transmissibilité des actions relève de la clause échappatoire, également nommée *escape clause*⁸⁶⁹. Cette clause offre une alternative au conseil d'administration. Elle lui permet de refuser l'intégration d'un nouvel actionnaire sans que ce dernier contrevienne à un juste motif statutaire⁸⁷⁰. Néanmoins, le conseil d'administration sera tenu de racheter les actions à leur valeur réelle⁸⁷¹. Il est intéressant de relever que si la société dispose d'une clause d'agrément, le conseil d'administration peut invoquer la clause échappatoire en l'absence d'une mention expresse dans les statuts⁸⁷².
- 392 Dans son message concernant la révision du droit de la société anonyme de 1983, le Conseil fédéral relevait que la clause échappatoire était invocable lorsque la société ne pouvait pas faire valoir de justes motifs⁸⁷³. Selon le Conseil fédéral, la clause échappatoire est donc utilisable à l'entière discrétion du conseil d'administration en l'absence d'une justification. Cette interprétation ressort également de la lecture de l'art. 685b al. 1 CO qui octroie une forme de blanc-seing au conseil d'administration, comme le relève une partie de la doctrine⁸⁷⁴. Le Tribunal fédéral a toutefois tempéré cette affirmation à deux reprises⁸⁷⁵. Même en l'absence de justes motifs, le conseil d'administration doit respecter l'égalité de traitement entre les actionnaires et ne pas commettre d'abus de droit en exerçant la clause⁸⁷⁶. L'usage de la clause échappatoire doit donc être justifié par des considérations économiques ou être dans l'intérêt de la société⁸⁷⁷.

869 DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 10 n° 91; MARTIN, p. 102; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 357.

870 DEFFERRARD (2015), p. 3; MARTIN, p. 101; il est intéressant de relever que le Tribunal fédéral, après l'entrée en vigueur de la clause échappatoire avec la révision de 1991, a déterminé que les clauses qui ne seraient pas adaptées et qui prévoient des refus sans justes motifs seraient interprétées comme des clauses échappatoires. Voir à ce sujet TF, 4C.242/2001.

871 Art. 685b al. 1 CO.

872 TF, 4C.242/2001, c. 2.2; DEFFERRARD (2015), p. 3.

873 FF 1983 II 757, 925.

874 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685b CO, n° 9; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 26; ZK-HANDSCHIN, ad art. 685b et 685c CO, n° 18; BÖCKLI (2022), § 5 n° 145 ss; GERHARD, p. 7; MALACRIDA, p. 262; MARTIN, p. 101; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 357.

875 ATF 145 III 351; TF, 4C.242/2001.

876 ATF 145 III 351, c. 3.2.1; TF, 4C.242/2001, c. 5.1.

877 ATF 145 III 351, c. 3.2.2.

Lorsque la société offre de reprendre les actions, elle peut s'exécuter pour son propre compte, mais aussi pour le compte d'actionnaires ou de tiers⁸⁷⁸. À la lecture de la loi, la société doit opérer le rachat. Cette obligation assure à l'aliénateur la solvabilité de l'acquéreur⁸⁷⁹. Contrairement à un actionnaire ou un tiers acquéreur, la réglementation en vigueur garantit la solvabilité de la société. Celle-ci prévoit que la société ne peut procéder à un rachat que lorsqu'elle dispose des fonds propres librement disponibles afin d'exécuter la transaction⁸⁸⁰. Cette norme peut toutefois poser un problème selon l'envergure du bloc d'actions à racheter. 393

La société, en opérant un rachat d'actions propres, ne peut pas, en principe, détenir plus de 10 % du capital-actions⁸⁸¹. La loi, lorsqu'il s'agit d'un rachat survenu dans le cadre d'une restriction à la transmissibilité, prévoit un seuil plus élevé de 20 %⁸⁸². Dans ce cas, la société est contrainte d'aliéner l'excédent d'actions dépassant le seuil de 10 % des actions propres dans un délai de deux ans⁸⁸³. Ce frein à l'acquisition n'est applicable qu'en cas de rachat pour son propre compte. Si les actions sont rachetées pour le compte de tiers et qu'ils en garantissent l'achat, les restrictions de l'art. 659 CO ne devraient visiblement pas être appliquées⁸⁸⁴. 394

Si l'acquisition n'est pas pour son propre compte, la société doit être vigilante eu égard aux principes généraux du droit de la société anonyme. Lorsqu'il revend les actions acquises à un tiers, le conseil d'administration doit veiller à garantir une égalité de traitement entre les actionnaires⁸⁸⁵. Cette égalité de traitement prescrit qu'en cas de vente aux actionnaires, le conseil d'administration doive, en principe, respecter le droit préférentiel de souscription des actionnaires préexistants⁸⁸⁶. La question de savoir si le conseil d'administration peut renoncer à distribuer les actions aux actionnaires en proportion des actions détenues par chacun demeure ouverte⁸⁸⁷. Le conseil d'ad- 395

878 Art. 685b al. 1 CO.

879 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 29.

880 Art. 659 al. 1 CO.

881 Art. 659 al. 2 CO.

882 Art. 659 al. 3 CO.

883 Art. 659 al. 3 CO.

884 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685b CO, n° 11; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 659-659a CO, n° 19; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 362; BÖCKLI (2022), § 4 n° 30 ss.

885 Art. 717 al. 2 CO.

886 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685b CO, n° 11; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 362; BÖCKLI (2022), § 5 n° 173.

887 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 362.

ministration peut agir ainsi. S'il exerce la clause échappatoire dans le but de ne pas nuire aux majorités préexistantes, il est cohérent qu'il redistribue les actions acquises aux actionnaires constituant cette majorité⁸⁸⁸.

- 396 En exerçant la clause échappatoire, le conseil d'administration doit déterminer la valeur réelle des actions vendues. La valeur réelle est censée représenter la « vraie » valeur des actions. D'après le Conseil fédéral, elle doit donc représenter fidèlement la valeur que le marché attribue à la société⁸⁸⁹. Encore selon lui, si la société est cotée et que toutes les actions sont cotées, la valeur réelle est aisément déterminable et correspond à sa valeur boursière au moment de la requête⁸⁹⁰. La problématique est cependant différente lorsqu'une partie des actions, octroyant généralement le contrôle, ne sont pas cotées en bourse. La valeur réelle de ces actions, dans ce cas, peut difficilement être déterminée en reportant simplement la valeur boursière en proportion du droit de vote qu'elles octroient.
- 397 Pour DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, la valorisation des actions ne peut pas seulement être reportée proportionnellement au bloc d'actions vendu⁸⁹¹. Selon ces auteurs, le degré d'influence conféré par le bloc d'actions est imputable au prix. Par conséquent, si le bloc d'actions représente une participation minoritaire, une déduction est opérée⁸⁹². À l'inverse, en cas de participation majoritaire, une prime de contrôle sera imputée⁸⁹³. Dans le contexte des sociétés cotées, cette interprétation ne peut pas être soutenue intégralement.
- 398 Lorsque la participation est minoritaire, l'idée d'une décote sur le prix d'acquisition, et donc de se départir de la valeur boursière, n'est pas soutenable. En application de la clause échappatoire, l'actionnaire intéressé ne peut que vendre à la société⁸⁹⁴. Sa liberté de démarcher d'autres acheteurs pour obtenir le meilleur prix est donc restreinte. Or, le meilleur prix pour les actions devrait être au moins égal à la valeur boursière, laquelle est censée refléter le

888 Dans ce sens, VON DER CRONE (2020), § 12 n° 362.

889 FF 1983 II 757, 926.

890 FF 1983 II 757, 926; sur la problématique de la valorisation des actions de sociétés non cotées voir également FF 1983 II 727, 926; voir aussi JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 362 ss pour une analyse convaincante de l'estimation de la valeur réelle.

891 DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 10 n° 92.

892 DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 10 n° 92.

893 DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 10 n° 92; LUTZ, p. 285 s.; contra: BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685b CO, n° 12; JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 365 s.

894 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 358.

prix minimal que le marché est prêt à payer pour les acquérir. Ainsi, le fait de permettre à la société, lorsqu'elle exerce la clause échappatoire, d'imputer une décote paraît excessivement punitif et contraire à l'égalité de traitement entre les actionnaires⁸⁹⁵.

La situation est toute autre lorsque la participation aliénée représente une participation majoritaire. En principe, la clause échappatoire est un outil qui sert les intérêts des actionnaires majoritaires au sein de la société⁸⁹⁶. Ces actionnaires ne sont donc pas ceux se retrouvant confrontés à une telle clause. Néanmoins, l'affaire Sika a démontré qu'il s'agit d'une éventualité⁸⁹⁷. 399

Dans cette hypothèse, si la société est cotée et qu'une clause d'*opting-out* est prévue⁸⁹⁸, la valeur attribuée à une participation majoritaire sera vraisemblablement majorée d'une prime de contrôle qui reflète les avantages qu'elle confère⁸⁹⁹. Le conseil d'administration négocie donc dans une position difficile puisque la prime de contrôle a été négociée en amont par l'actionnaire-aliénateur avec un tiers acquéreur. Il engage donc les négociations face à un actionnaire-aliénateur résolu à obtenir ce qu'il considère être une rétribution équitable. Cet état d'esprit peut dès lors compliquer le processus de négociation. 400

Afin de résoudre de potentiels conflits au stade des négociations, la loi offre une alternative aux parties⁹⁰⁰. Selon l'art. 685b al. 5 CO «l'acquéreur peut demander que le tribunal du siège de la société détermine la valeur réelle». Malgré cette terminologie trompeuse du législateur qui exclut l'aliénateur et la société, la doctrine reconnaît une extension à ceux-ci également⁹⁰¹. Cette 401

895 Dans ce sens, BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685b CO, n° 12; JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 365 s.

896 JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 365, qui le constatent pour les sociétés privées, mais qui est également applicable selon nous aux sociétés cotées.

897 KGer ZG, A3 2015 27. Au sujet de l'affaire Sika et l'application d'une clause d'agrément à la participation aliénée par les actionnaires de contrôle, voir infra n° 436 ss.

898 Sur les clauses d'*opting-out*, voir infra n° 511 ss.

899 DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 10 n° 92.

900 Dans ce sens VON DER CRONE (2020), § 12 n° 358, qui relève l'importance du rôle du juge dans les négociations entre les parties, car il offre une issue alternative.

901 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685b CO, n° 13; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685b CO, n° 29; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 359. Voir également ZK-HANDSCHIN, ad art. 685b et 685c CO, n° 68, qui pour sa part rejoint la doctrine majoritaire, mais tempère l'interprétation, car, d'un point de vue systématique, il ne devrait pas y avoir d'extension. Selon lui, l'art. 685b al. 5 n'est applicable que dans le contexte des acquisitions particulières prévues à l'art. 685b al. 4 CO.

interprétation de la norme est correcte et correspond à la volonté du législateur en 1983 qui ne mentionnait pas explicitement la personne pouvant requérir une expertise judiciaire⁹⁰².

- 402 Enfin, il sied de relever que cette action fondée sur l'art. 685*b* al. 5 CO permet d'exiger du juge qu'il détermine la valeur réelle⁹⁰³. Il revient ainsi au tribunal de déterminer la valeur réelle, ce qui peut avoir pour conséquence de revoir la méthode de calcul utilisée par la société pour évaluer les actions⁹⁰⁴. L'évaluation faite par le tribunal est contraignante pour la société⁹⁰⁵. De ce fait, celle-ci doit accepter cette valeur⁹⁰⁶. À l'inverse, l'actionnaire-aliénateur demeure libre d'accepter l'offre de rachat dans un délai d'un mois suivant la notification de la décision entrée en force⁹⁰⁷.
- 403 En conséquence, en déléguant la capacité de déterminer la valeur réelle au juge, les parties se soumettent à une force extérieure. En adoptant ce choix, elles prennent donc le risque de l'incertitude. Ainsi, lorsque l'actionnaire majoritaire souhaite vendre sa participation, il serait probablement judicieux de supprimer la clause d'agrément en amont pour éviter une potentielle évaluation judiciaire des actions.

3. La restriction visant des actions cotées

- 404 Les actions cotées en bourse peuvent également voir leur transmissibilité restreinte par des clauses d'agrément. Selon l'art. 685*d* al. 1 CO les statuts peuvent prévoir une limite en pour-cent des actions nominatives jusqu'à laquelle un acquéreur devra être reconnu actionnaire avec tous les droits⁹⁰⁸. Au-delà de ce seuil, l'actionnaire sera tout de même inscrit au registre, mais comme actionnaire sans droits de vote pour la part excédentaire.
- 405 Le Code des obligations ne définit pas explicitement les actions cotées⁹⁰⁹. Il faut donc se référer à l'art. 2 let. f LIMF qui définit la cotation comme « l'admission d'une valeur mobilière à la négociation auprès d'une bourse selon

902 FF 1983 II 757, 1003.

903 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685*b* CO, n° 45; MUSTAKI, p. 45; SCHENKER (2017), p. 248.

904 ANGSTMANN, p. 188 s.; reconnaissant implicitement la révision de la méthode de calcul proposée par les parties, JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 363; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 358.

905 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685*b* CO, n° 45; MUSTAKI, p. 45; SCHENKER (2017), p. 248.

906 SCHENKER (2017), p. 248.

907 DEFFERRARD (2015), p. 8; JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 359; SCHENKER (2017), p. 248.

908 BIERI, § 6 n° 265.

909 ZK-CRAMER, ad art. 685*d* CO, n° 1.

une procédure standardisée prévoyant le contrôle des exigences relatives aux émetteurs et aux valeurs mobilières». L'admission doit avoir lieu sur le marché principal ou annexe d'une bourse suisse ou étrangère et doit avoir été requise volontairement par la société⁹¹⁰. En Suisse, ces exigences découlant de la LIMF sont remplies par deux organismes, SIX Swiss Exchange et BX Swiss.

Le critère déterminant n'est donc pas le contexte du transfert, mais la cotation des titres. Il est incidemment sans importance de savoir si l'acquisition est opérée en bourse ou en dehors de la bourse. Si les actions sont cotées, la restriction à leur transmissibilité découlera d'une clause d'agrément au sens des art. 685*d* ss CO⁹¹¹. 406

Contrairement aux actions non cotées, l'art. 685*d* al. 1 CO ne prévoit pas un régime d'approbation au transfert des actions⁹¹². Ici, le régime applicable prévoit que le conseil d'administration peut refuser d'inscrire un actionnaire au registre des actions pour l'entier de ses droits de vote⁹¹³. En omettant de l'inscrire pour l'intégralité des actions acquises, le nouvel actionnaire sera autorisé à exercer un droit de vote restreint au sein de l'assemblée générale⁹¹⁴. 407

Cette solution, qui se distingue du régime de l'art. 685*b* CO, se justifie par le fonctionnement du marché boursier⁹¹⁵. Les transactions boursières requièrent une exécution immédiate et ne peuvent pas être sujettes à des périodes de flottement⁹¹⁶. Si la propriété des actions ne pouvait pas être transférée directement, il faudrait que chaque transaction soit couverte contre le risque de refus et structurée comme une opération d'option⁹¹⁷. Une telle solution n'est pas envisageable afin d'assurer une fluidité des transactions suffisante. 408

Mais encore, le marché boursier fonctionne selon le principe d'anonymisation des parties qui n'est pas compatible avec le régime de l'art. 685*b* CO. Pour ces raisons, le conseil d'administration ne peut que restreindre l'exer- 409

910 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685*d* CO, n° 7 ; ZK-CRAMER, ad art. 685*d* CO, n° 1.

911 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 399 ss.

912 GERICKE/JENTSCH, p. 619.

913 ZK-CRAMER, ad art. 685*d* CO, n° 1.

914 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 382.

915 ZK-CRAMER, ad art. 685*d* CO, n° 2.

916 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 380.

917 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 380.

cice des droits de vote à défaut de pouvoir en restreindre le transfert de propriété.

- 410** L'étendue de la restriction porte donc sur l'exercice du droit de vote exclusivement. Elle ne peut cependant pas restreindre l'actionnaire dans l'exercice d'autres droits sociaux liés au droit de vote. Le catalogue de ces droits est indirectement prévu en matière de bons de participations⁹¹⁸. Il s'agit notamment du droit de convoquer l'assemblée générale⁹¹⁹, le droit d'y prendre part, le droit d'obtenir des renseignements⁹²⁰, le droit de consulter les documents⁹²¹ ainsi que le droit de proposer des objets à l'ordre du jour⁹²² et le droit de proposition⁹²³. Ces droits restent acquis à l'actionnaire indépendamment de l'exercice de son droit de vote.
- 411** Lorsque la clause d'agrément vise des actions cotées, seules trois conditions de restriction sont admises⁹²⁴. La société peut prévoir une clause de pourcentage ou « *Prozentvinkulierung* », une clause de nationalité⁹²⁵ ou une clause anti-fiduciaire⁹²⁶. Concernant la clause de nationalité, il est renvoyé aux considérations précédemment soulevées en matière de restrictions visant des actions non cotées⁹²⁷.
- 412** La clause anti-fiduciaire fonctionne d'une manière identique à celle prévue à l'art. 685b al. 3 CO. Les remarques soutenues précédemment peuvent donc être appliquées *mutatis mutandis*⁹²⁸. Le législateur a néanmoins procédé à une correction de la lettre de la base légale. Désormais, il est clairement indiqué que le conseil d'administration peut refuser comme un actionnaire un acquéreur, et non pas seulement son inscription⁹²⁹. Cette formulation répond à une critique relevée selon laquelle l'inscription au registre des actions n'a pas d'effet constitutif⁹³⁰. Le législateur a également

918 Art. 656c al. 2 CO.

919 Art. 699 al. 3 CO.

920 Art. 697 al. 1 CO.

921 Art. 697a al. 1 CO.

922 Art. 699b al. 1 CO.

923 Art. 699b al. 5 CO.

924 Voir notamment l'art. 685b al. 7 CO qui s'applique également aux actions cotées en bourse; dans ce sens également KÄSER, p. 96.

925 Art. 4 Disp. Fin. Tit. 26 CO.

926 Art. 685d al. 2 CO.

927 Voir supra n° 379.

928 Voir supra n° 372.

929 Art. 685d al. 2 CO.

930 TAUCHER, p. 161.

apporté un ajout concernant les prêts de titres⁹³¹. Désormais, la loi prévoit expressément que la société peut refuser un acquéreur qui ne déclare pas que les actions, dont il requiert l'inscription, ont été acquises dans le cadre d'un prêt de titres⁹³². Cette dernière hypothèse permet d'éviter les situations où certains actionnaires tentent d'influencer de manière inadmissible la prise de décisions à l'assemblée générale⁹³³. Pour ne citer que cet exemple, il s'agit notamment de la situation où le conseil d'administration déciderait de vendre des actions propres à un tiers sous couvert d'un contrat de prêt de titres permettant de récupérer les actions à un terme défini⁹³⁴. Par ce mécanisme, l'acquéreur des actions propres pourrait exercer son droit de vote à l'assemblée générale et les revendre ensuite à la société. La suspension du droit de vote lié aux actions propres serait ainsi contournée⁹³⁵. Néanmoins, comme le relève TAUCHER, les opérations visées, soit le prêt de titre et la mise en pension des titres notamment, ne sont pas nécessairement utilisées à cette fin⁹³⁶. L'occurrence d'une telle situation apparaît lorsque l'acquéreur décide d'exercer « exceptionnellement » le droit de vote rattaché aux actions⁹³⁷. Puisque le risque économique demeure chez la contrepartie, il y a effectivement une dissociation qui n'est pas acceptable⁹³⁸. Afin d'appliquer la clause anti-fiduciaire, il est donc nécessaire de démontrer qu'il y a effectivement une convention de rachat ou de restitution et que l'acquéreur n'est pas le porteur du risque économique⁹³⁹.

3.1 La clause de pourcentage

La clause de pourcentage représente le principal outil de restriction à la transmissibilité des actions cotées. La loi offre cette possibilité, mais n'en délimite pas la portée. Il revient donc aux sociétés de prévoir le seuil qu'elles jugent approprié⁹⁴⁰.

413

931 FF 2017 353, 480.

932 FF 2017 353, 480.

933 MARTIN, p. 126 s.

934 FF 2008 1407, 1433.

935 Art. 659a al. 1 CO.

936 TAUCHER, p. 165.

937 TAUCHER, p. 165.

938 TAUCHER, p. 165.

939 TAUCHER, p. 166 s.

940 BIERI, § 6 n° 265; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 14.

- 414** Selon nos données, en excluant les banques cantonales cotées, sur les 39 sociétés dont les statuts contiennent une clause de pourcentage, 30 d'entre elles (77 %) ont choisi un seuil entre 2 et 5 % des droits de vote⁹⁴¹. Le reste prévoit des clauses supérieures à ce seuil, mais ne dépassant pas 10 % des droits de vote, à l'exception d'une société prévoyant un seuil de 15 % des droits de vote⁹⁴².
- 415** Concernant la structure des actionnariats, 24 sociétés (61,5 %) disposent d'un actionnariat concentré, soit un actionnariat dont au moins 33⅓ % des droits de vote sont détenus par quelques actionnaires soumis à l'obligation d'annonce⁹⁴³. Sans surprise, ce sont les sociétés à l'actionnariat concentré qui prévoient le plus des clauses de pourcentage, car celles-ci permettent de stabiliser le contrôle au sein de l'actionnariat.
- 416** Enfin, nos chiffres reflètent également la quantité d'exemptions accordées aux actionnaires concernant l'application des clauses de pourcentage. Sur les 39 sociétés contenant une clause de pourcentage, 32 sociétés (82 %) disposent d'actionnaires qui ne sont pas soumis à l'agrément et qui par conséquent ne sont pas limités dans l'exercice de leur droit de vote⁹⁴⁴. Cela est dû soit à des exemptions octroyées après l'introduction des clauses de pourcentage ou à des exemptions légales dues à leur présence dans la société lors de l'introduction de la clause. Ce taux élevé retranscrit fidèlement l'usage fait des clauses d'agrément, à savoir d'éviter la constitution de contre-pouvoirs au sein de l'actionnariat.

3.2 L'inégalité de traitement dans une même classe d'actions

a Les critères objectifs de distinction

- 417** Les clauses de pourcentage, au sens de l'art. 685d CO, s'appliquent à l'ensemble de la catégorie d'actions cotées. La doctrine se demande, à ce titre, si le législateur a laissé ouverte la possibilité de prévoir des seuils différenciés applicables à une même catégorie d'actions⁹⁴⁵. Cette distinction devrait être opérée sur la base de critères objectifs et pertinents et permettrait de distin-

941 Voir supra Tableau 4.

942 Voir supra Tableau 4.

943 Voir supra Tableau 4.

944 Voir supra Tableau 5.

945 BÖCKLI (2022), § 5 n° 51; HUGUENIN JACOBS, p. 112; BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685d CO, n° 6; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 16; DU PASQUIER/OERTLE, p. 762 s; OFK-DEKKER, ad art. 685d CO, n° 2.

guer entre les personnes physiques et personnes morales ou encore entre les actionnaires ordinaires et les détenteurs d'un privilège⁹⁴⁶. Pour notre part, nous rallions TRIGO TRINDADE pour qui cette distinction viole le principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires⁹⁴⁷.

La distinction faite entre les personnes physiques et les personnes morales ne répond pas à des critères objectifs. Toutes deux sont soumises à un même risque de transparence. Ce risque est d'ailleurs amoindri par les clauses anti-fiduciaires. Ces clauses anti-fiduciaires ne nécessitant pas d'être inscrites dans les statuts pour être valables, le conseil d'administration peut les utiliser afin d'assurer l'authenticité de son registre d'actions. À cela s'ajoute le fait que les clauses d'agrément peuvent comporter des clauses de groupe, qui elles aussi contribuent à éviter des contournements des règles statutaires⁹⁴⁸. De ce fait, la possibilité de prévoir une distinction entre les personnes physiques et morales n'est pas soutenable. 418

Concernant la distinction entre actionnaires ordinaires et détenteurs de privilèges, nous ne trouvons encore une fois que difficilement un motif justifiant une telle distinction. Si les privilèges accordés sont de nature patrimoniale, par exemple des actions privilégiées, ceux-ci outrepassent le champ d'application de la norme. Puisque les clauses d'agrément servent à limiter le droit de vote⁹⁴⁹, les privilèges patrimoniaux, qui par essence ne portent pas sur l'exercice du droit de vote, ne fondent pas un critère objectif de distinction⁹⁵⁰. 419

En droit suisse, les actions à droit de vote privilégié constituent le principal privilège portant sur le droit de vote⁹⁵¹. Afin d'octroyer ce privilège, la société constitue deux catégories d'actionnaires distinctes. Or, puisque deux catégories d'actions co-existent, les actionnaires sont objectivement dans une situation différente. L'égalité de traitement relative permet donc un traitement différencié du fait de la dissociation de l'actionnariat en deux classes d'actions. Cependant, une telle problématique ne se pose en principe pas en 420

946 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685d CO, n° 6; sans aborder la question de seuils de restriction distincts mais relevant la possibilité de prévoir des critères objectifs de distinction, BRUNNER, p. 149 s.

947 Dans ce sens CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 16.

948 CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 16.

949 BIERI, § 6 n° 267 s.

950 Dans ce sens, KLÄY, 226 ss; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 15.

951 Art. 693 al. 1 CO; voir supra n° 182 ss.

pratique. Lorsque le capital-actions est divisé en deux classes d'actions, les actions dotées du privilège ne sont typiquement pas cotées en bourse. Ces actions tombent dès lors dans le champ d'application des art. 685a ss CO.

b Le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration

- 421** En pratique, l'actionnaire de contrôle est indirectement le gardien du portail en matière de restriction à la transmissibilité. En effet, étant au bénéfice d'une majorité des droits de vote, celui-ci est dans une large mesure libre d'élire les membres qu'il souhaite au conseil d'administration. Or, l'organe compétent pour se prononcer sur le refus d'approbation est le conseil d'administration⁹⁵². L'actionnaire de contrôle a donc un intérêt à ce que le conseil d'administration soit aligné avec ses intérêts. Néanmoins, un risque persiste que le conseil d'administration n'agisse pas dans l'intérêt de l'actionnaire de contrôle. Les possibilités offertes à cet actionnaire vont dépendre du degré de confiance qu'il accorde au conseil d'administration. Deux hypothèses du plus haut degré de confiance au plus faible sont retenues.
- 422** La première hypothèse reviendrait à ne pas octroyer de pouvoir d'appréciation au conseil d'administration. En l'absence d'une mention expresse dans les statuts qui autorise le conseil d'administration à exercer un pouvoir d'appréciation, le seuil en pour cent est contraignant. Le conseil d'administration doit refuser toutes les inscriptions qui dépassent le seuil sans tenir compte du contexte de l'acquisition⁹⁵³. Ce type de clause permet entre autres d'assurer à l'actionnaire de contrôle que le conseil d'administration n'avalise pas un contre-pouvoir, car celui-ci agit avec les mains liées. Cette première hypothèse est la plus observée dans les statuts des sociétés cotées suisses.
- 423** La seconde hypothèse revient à octroyer un plus large pouvoir d'appréciation au conseil d'administration. Cette possibilité est largement admise par la doctrine⁹⁵⁴. Cependant, la doctrine demeure partagée sur l'étendue de la marge d'appréciation qui peut être octroyée. Selon certains auteurs, un

952 Art. 716 al. 1 CO; dans ce sens, CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 33.

953 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685d CO, n° 13.

954 BÖCKLI (2022), § 5 n° 65 ss; GEHRER, p. 110 s.; KLÄY, p. 229 s.; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 393; ZK-CRAMER, ad art. 685d CO, n° 23; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 18; BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685d CO, n° 13; contra: HUGUENIN JACOBS, p. 111 s.

blanc-seing est valable⁹⁵⁵. Ces auteurs fondent leur opinion sur la lettre de l'art. 685d al. 1 CO qui ne s'oppose pas à la formulation de telles clauses. Dans les limites de l'art. 717 CO, le conseil d'administration peut donc se voir octroyer un certain pouvoir d'appréciation. Pour d'autres auteurs, l'inégalité de traitement qui en découle vis-à-vis des actionnaires nécessite d'encadrer statutairement le pouvoir d'appréciation⁹⁵⁶. Ces exceptions portent par exemple sur les cas de fusion, d'assainissement, voire de partenariat stratégique⁹⁵⁷.

La position selon laquelle un blanc-seing peut être octroyé au conseil d'administration n'est pas soutenable⁹⁵⁸. En permettant cela, la société crée un espace d'incertitude juridique qui dégrade la position de l'actionnariat dans son ensemble. Cette incertitude est d'autant plus néfaste que l'assemblée générale ne peut pas, en principe, contester les décisions du conseil d'administration, aussi infondées soient-elles⁹⁵⁹. Une possibilité de contestation directe demeure lorsque la décision du conseil d'administration consiste à refuser l'inscription d'un actionnaire. Si le refus d'inscription est infondé, typiquement parce qu'il découle d'une clause purement potestative comme un blanc-seing, l'actionnaire peut faire valoir un refus illicite⁹⁶⁰. Dans ce cas, il s'agit d'un droit de contestation direct de la décision du conseil d'administration⁹⁶¹. 424

Un blanc-seing n'est pas non plus à l'avantage de l'actionnaire de contrôle. Par ce fait, celui-ci augmente son exposition au coût d'agence. Il devra être d'autant plus vigilant si le conseil d'administration est libre dans son appréciation en cas d'acquisitions importantes inopinées. 425

De plus, si l'actionnaire de contrôle envisage d'aliéner des actions dans une proportion contrevenant à la clause d'agrément, rien ne l'empêche de l'abo- 426

955 BÖCKLI (2022), § 5 n° 65 ss; KLÄY, p. 229 s.; HUGUENIN JACOBS, p. 111 s.; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 393.

956 GEHRER, p. 110 s.; ZK-CRAMER, ad art. 685d CO, n° 23; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 18; BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685d CO, n° 13.

957 ZK-CRAMER, ad art. 685d CO, n° 24.

958 Dans ce sens, BIERI, § 6 n° 273 ss.

959 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685d CO, n° 15; ZK-CRAMER, ad art. 685d CO, n° 23.

960 Art. 685f al. 4 CO.

961 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685d CO, n° 15.

lir en temps utile⁹⁶². La suppression de la clause d'agrément n'est pas, *ex lege*, une décision importante, seule la majorité absolue est donc requise⁹⁶³.

- 427 Pour ces raisons, une clause d'agrément octroyant une marge d'appréciation au conseil d'administration doit être reconnue comme admissible. Cette possibilité se justifie, car le conseil d'administration doit pouvoir tenir compte de certaines circonstances qui appellent à une levée des restrictions à la transmissibilité. Cette marge d'appréciation ne peut toutefois pas être octroyée sans limites. Cette limite doit se situer en un juste milieu. D'une part, un blanc-seing génère une situation d'insécurité juridique beaucoup trop forte pour les actionnaires. De l'autre, exiger du conseil d'administration qu'il agisse uniquement dans les cas expressément mentionnés dans les statuts peut être tout autant problématique. Dans ce dernier cas, il ne peut pas tenir compte de circonstances qui n'ont pas été explicitement prévues dans les statuts, mais pour lesquelles la levée de la restriction serait dans l'intérêt de la société. Ainsi, les clauses qui autorisent une marge d'appréciation, tout en la délimitant dans ses grandes lignes, répondent adéquatement au besoin de précision à apporter⁹⁶⁴.

III. *La portée des clauses de pourcentage et l'aliénation indirecte des actions*

- 428 Les instances judiciaires et la doctrine ont traité la problématique des clauses d'agrément dans sa forme la plus pure. Elles ont notamment balisé le champ d'application de la clause quant à l'aliénation directe des actions de la société⁹⁶⁵. Cependant, un litige qui a débuté en 2014, et qui a vu s'opposer la société Sika à la famille fondatrice, principale actionnaire de la société, a relancé le débat. Deux grandes problématiques ont été relevées, à savoir la portée des clauses de pourcentage dans les sociétés cotées et l'applicabilité des clauses d'agrément en cas d'aliénation indirecte. Ce litige, tranché par le Tribunal cantonal du Canton de Zoug⁹⁶⁶, a trouvé une conclusion en faveur d'une extension aux acquisitions indirectes et une application géné-

962 TSCHÄNI, p. 726 s.

963 Art. 704 al. 1 ch. 7 CO a contrario.

964 Dans ce sens, GEHRER, p. 110 s.; BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685d CO, n° 15; CR CO II-TRIGO TRINDADE, ad art. 685d CO, n° 18; ZK-CRAMER, ad art. 685d CO, n° 24.

965 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685a CO, n° 5a.

966 Voir à ce sujet, KGer ZG, A3 2015 27.

ralisée des clauses de pourcentage⁹⁶⁷. Toutefois, les parties au litige ayant finalement trouvé une solution transactionnelle au stade de l'appel, ce dernier a été retiré. Il n'y a donc pas de second avis de l'instance cantonale supérieure et une décision du Tribunal fédéral dans cette affaire. En l'absence d'un épuisement des voies de recours, conférant force de chose jugée, l'incertitude juridique qui demeure autour de ces questions motive le présent chapitre.

1. Aperçu théorique des problématiques

En principe, une clause d'agrément est limitée dans sa portée au transfert des actions de la société dans laquelle les statuts prévoient cette clause. Ce principe découle dans un premier temps de la loi qui prévoit que les statuts peuvent prescrire que «le transfert des actions nominatives [de la société] est subordonné à l'approbation de la société»⁹⁶⁸. Une telle interprétation se dégage également du mode opératoire de l'agrément. Lorsque l'agrément vise des actions non cotées, le conseil d'administration peut refuser le transfert des actions de la société en main d'un nouvel acquéreur. Il empêche, par ce fait, l'acquisition du statut d'actionnaire dans sa société⁹⁶⁹. Dans une dynamique similaire, lorsqu'il s'agit d'actions cotées, le conseil d'administration refuse d'inscrire un actionnaire dans le registre des actionnaires de la société pour l'entier de sa participation nouvellement acquise⁹⁷⁰. Dans un cas comme dans l'autre, les transferts d'actions visés s'opèrent au sein de l'actionnariat de la société présentant la clause d'agrément. Il s'agit donc de transferts directs entre actionnaires.

Dès lors, nous pouvons nous interroger sur les conséquences d'un refus d'agrément qui porte sur un changement d'actionnaire, non pas au sein de l'actionnariat de la société visée, mais au sein d'une autre société qui détient ses actions.

Une aliénation indirecte a lieu lorsqu'au moins la majorité des actions d'une société, qui elle-même détient les actions de la société profitant d'une clause d'agrément, sont aliénées à un tiers. Dans ce cas, la propriété des actions de la société est transférée à l'acquéreur sans que le titulaire inscrit au registre

967 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.7.1; BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685a CO, n° 5a.

968 Art. 685a al. 1 CO.

969 Art. 685a al. 1 CO.

970 Art. 685d al. 1 et 686 al. 4 CO.

des actions en soit modifié⁹⁷¹. Puisque l'acquisition n'est pas directe, les conditions d'approbation fixées par la clause d'agrément sont supposément contournées⁹⁷². Ce sera par exemple le cas lorsqu'une société holding est aliénée.

- 432 Cette situation met en balance deux intérêts opposés. D'un côté, le principe veut que les actions, au sein de la SA, soient librement transmissibles entre les actionnaires et les tiers⁹⁷³. Puisque les restrictions à la transmissibilité des actions portent atteinte à ce principe de manière particulièrement intrusive, elles doivent avoir été approuvées par les actionnaires qui en subissent l'application⁹⁷⁴. Le législateur reconnaît par ailleurs ce caractère particulièrement intrusif compte tenu du fait qu'il requiert pour leur introduction une majorité qualifiée⁹⁷⁵. Or, l'application des clauses d'agrément en cas d'aliénation indirecte suppose, implicitement, que les clauses d'agrément peuvent produire un effet en dehors du cercle de l'actionnariat de la société⁹⁷⁶. Par conséquent, une application de la clause d'agrément remet en cause la libre transmissibilité des actions de sociétés tierces qui ne sont pas liées, en principe, par les statuts de la société prévoyant ladite clause⁹⁷⁷.
- 433 De l'autre, en limitant les clauses d'agrément aux seules aliénations directes, nous limitons l'interprétation de ces clauses à une interprétation formelle restrictive. Une interprétation formelle sert mieux les principes de la libre transmissibilité des actions et de l'indépendance structurelle des sociétés anonymes. À l'inverse, une interprétation fonctionnelle qui tient compte des aliénations indirectes permet d'appréhender au mieux des tentatives de contournement⁹⁷⁸. Cette dernière interprétation s'aligne ainsi avec la volonté du Conseil fédéral, dont l'un des principaux mots d'ordre durant la révision du droit de la société anonyme était de justement réduire les possibilités de contournement⁹⁷⁹.
- 434 Le second volet d'intérêt présenté traite de la structure même de l'actionnariat. Plusieurs sociétés cotées suisses disposent de deux classes d'ac-

971 GERIKE/JENTSCH, p. 627.

972 Art. 686 al. 1 CO.

973 Art. 684 al. 1 CO.

974 Art. 684 al. 1 CO.

975 Art. 704 al. 1 ch. 7 CO.

976 GERIKE/JENTSCH, p. 627.

977 Dans un même ordre d'idées, voir AUBERSON/OPPLIGER, p. 626.

978 BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, ad art. 685a CO, n° 5a.

979 Voir notamment, FF 2017 353, 470, 477, 480, 504 et 544.

tions à la suite de l'émission d'actions à droit de vote privilégié⁹⁸⁰. Dans ce cas, les sociétés ont fait le choix d'introduire en bourse uniquement la part des actions dites ordinaires, à savoir les actions qui ne disposent pas d'un privilège de vote (cotation partielle). De ce fait, deux catégories d'actions coexistent et contribuent à une coupure quant à l'application des règles sur la restriction de la transmissibilité des actions.

Les cotations partielles sont très largement répandues au sein des sociétés cotées suisses qui contiennent des actions à droit de vote privilégié. D'après nos données, toutes les sociétés qui disposent d'une double classe d'actions ont opté pour une cotation partielle⁹⁸¹. Malgré la part peu importante que représentent les sociétés dotées d'actions à droit de vote privilégié, l'écrasante présence des cotations partielles dans ce contexte justifie l'intérêt de cette problématique. 435

2. Considérations post-Sika

Les réflexions exprimées dans ce sous-chapitre se fondent sur la clause d'agrément et la clause de groupe qui étaient inscrites dans les statuts de la société Sika, reproduites dans la décision du Tribunal cantonal du Canton de Zoug, et dont nous proposons la traduction libre suivante: 436

«Le conseil d'administration peut refuser la qualité d'actionnaire à un acquéreur [pour l'entier de son droit de vote] dans la mesure où le nombre d'actions nominatives qu'il détient dépasse 5 % du nombre total d'actions nominatives inscrites au registre du commerce.

Les personnes morales et les sociétés de personnes jouissant de la personnalité juridique qui sont regroupées entre elles sur le plan du capital ou des voix, par une direction unique ou de toute autre manière similaire ainsi que les personnes physiques ou morales ou les sociétés de personnes qui agissent de manière coordonnée en vue de contourner la restriction à l'ins-

⁹⁸⁰ Voir supra n° 249.

⁹⁸¹ Actuellement, 9 des 13 sociétés disposant d'un privilège de vote ont émis des actions ordinaires et dotées d'un privilège de vote en la forme d'actions nominatives. Pour les quatre sociétés restantes, les actions ordinaires sont émises sous la forme d'actions au porteur cotées en bourse tandis que les actions dotées d'un privilège de vote sont émises en la forme d'actions nominatives non cotées.

cription sont considérées comme des acquéreurs en ce qui concerne cette disposition »⁹⁸².

- 437 Afin de contribuer à la compréhension de cette affaire, les faits sont brièvement résumés. L'affaire Sika a débuté en 2014 pour trouver une conclusion transactionnelle en 2018. Sika AG, société cotée, disposait, au début de cette affaire, d'un capital-actions divisé en deux catégories, des actions au porteur cotées et des actions nominatives liées non cotées⁹⁸³. Les statuts de la société présentaient une clause d'*opting-out*, permettant d'éviter à un potentiel acquéreur d'être soumis à l'offre obligatoire⁹⁸⁴, et une clause d'agrément, reproduite au paragraphe précédent⁹⁸⁵. Les actions nominatives liées, lesquelles disposaient d'un privilège de vote, représentaient 52,92 % des droits de vote pour une participation au capital-actions de 16,97 %⁹⁸⁶. Ces actions étaient détenues par les héritiers du fondateur, la famille Burkard, par l'intermédiaire d'une holding, Schenker-Winkler Holding AG (SWH AG)⁹⁸⁷. Le solde était détenu par des actionnaires ordinaires, soit le public. En 2014, la famille Burkard annonça vouloir céder sa participation dans SWH AG à la société française Compagnie de Saint-Gobain (Saint-Gobain)⁹⁸⁸. Le prix d'acquisition annoncé pour l'acquisition des actions SWH AG était de 2,75 milliards de francs suisses, soit une prime d'environ 80 % par rapport au cours de bourse⁹⁸⁹. À la suite de cette annonce, la majorité du conseil d'administration, qui n'avait pas été informé des négociations, a émis un avis défavorable⁹⁹⁰.
- 438 Le débat a d'abord porté sur la clause d'*opting-out*, dont la validité a été confirmée par la COPA et le Tribunal administratif fédéral⁹⁹¹. La première voie de contestation par les actionnaires s'étant soldée par un échec, la seconde voie s'est ouverte, à savoir l'applicabilité de la clause d'agrément. Dans un premier temps, SWH AG requerra la convocation d'une assem-

982 État au 14 avril 2015. La version allemande peut être trouvée dans l'arrêt du Tribunal cantonal du canton de Zoug, KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.1.

983 STOFFEL/CONSTANTIN, p. 287.

984 STOFFEL/CONSTANTIN, p. 287.

985 Voir supra n° 436.

986 HARI (2017), p. 60.

987 HARI (2017), p. 60.

988 STOFFEL/CONSTANTIN, p. 287.

989 CHABLOZ (2018), p. 278.

990 STOFFEL/CONSTANTIN, p. 287.

991 Décision 594/01 dans l'affaire Sika AG du 3 mars 2015; Décision 598/01 dans l'affaire Sika AG du 1^{er} avril 2015; TAF, B-3119/2015.

blée générale extraordinaire afin de remplacer les administrateurs opposés à la transaction⁹⁹². Le conseil d'administration refusa d'entrer en matière en se fondant sur le fait que SWH AG et Saint-Gobain formaient un groupe⁹⁹³. Le conflit fût ainsi reporté à l'assemblée générale ordinaire de 2015 au cours de laquelle le conseil d'administration décida de limiter le droit de vote de SWH AG à 5 % des droits de vote, conformément à la clause d'agrément⁹⁹⁴. L'argument retenu par le conseil d'administration reposait sur une interprétation large de la clause d'agrément. Selon cette dernière, SWH AG, bien que n'ayant pas encore cédée ses actions à Saint-Gobain, formait déjà un groupe avec cette dernière puisqu'elle souhaitait élire des administrateurs favorables à l'acquisition de Saint-Gobain⁹⁹⁵. Suite à cette restriction des droits de vote de SWH AG, les administrateurs n'ont pas pu être remplacés. La décision du conseil d'administration fût finalement contestée judiciairement par SWH AG auprès du Tribunal cantonal du Canton de Zoug⁹⁹⁶. Concernant ce second volet de l'affaire, de nombreux auteurs de doctrine ont pris part en qualité de conseils ou en rédigeant des avis de droit sur demande des parties⁹⁹⁷. Leurs prises de position respectives sur cette thématique ne sont donc pas entièrement neutres.

2.1 La portée des clauses de pourcentage

Dans le paysage des sociétés cotées dotées d'actions à droit de vote privilégié, il existe deux constellations. Pour certaines, les actions ordinaires sont des actions au porteur cotées en bourse et les actions dotées du privilège sont émises sous la forme d'actions nominatives et maintenues en dehors de la bourse. Pour d'autres, même si seules les actions ordinaires sont cotées en bourse, toutes les actions sont émises sous la forme d'actions nominatives. En suivant une analyse littérale du droit en vigueur, une clause de pourcen-

439

992 HARI (2017), p. 60.

993 HARI (2017), p. 60.

994 HARI (2017), p. 60.

995 JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 617.

996 KGer ZG, A3 2015 27.

997 Sans être exhaustif, étaient notamment en faveur du conseil d'administration : Lukas HANDSCHIN, Peter NOBEL et Rudolf TSCHÄNI, tandis qu'étaient notamment en faveur de la famille fondatrice : Peter BÖCKLI et Peter V. KUNZ. Voir à ce sujet, JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 617 s. ; TSCHÄNI (2020), p. 721 ; Leo MÜLLER, Warum die Sika-Familie den Kampf gewinnen wird, disponible à « <https://www.handelszeitung.ch/unternehmen/warum-die-sika-familie-den-kampf-gewinnen-wird> » (dernière consultation, 27 décembre 2022).

tage vise en principe uniquement des actions cotées⁹⁹⁸. L'analyse se focalise ainsi sur l'application de la clause de pourcentage aux actions non cotées dans ces deux cas.

- 440 Au sein des sociétés cotées, un seuil en pour cent apparaît comme un moyen approprié afin de garantir l'indépendance économique de la société⁹⁹⁹. Pour BÖCKLI, l'indépendance économique est essentiellement garantie par l'établissement de seuils en pour cent des droits de vote¹⁰⁰⁰. À ce titre, un seuil corroborant avec la réglementation en matière d'actions cotées en bourse¹⁰⁰¹ est recommandé et s'aligne avec la solution préconisée dans l'arrêt du Tribunal cantonal du Canton de Zoug. Ainsi, lorsque la société n'est cotée que partiellement et que les actions ordinaires sont des actions au porteur, une clause en pour cent doit pouvoir s'appliquer aux seules actions dotées du privilège. Cette interprétation a été suivie dans l'arrêt Sika, où seules les actions dotées du privilège, et non cotées, étaient des actions nominatives¹⁰⁰².
- 441 La question de l'application de la clause se pose également lorsque les deux catégories d'actions sont des actions nominatives et que la clause de pourcentage ne définit pas la catégorie d'actions à laquelle elle s'applique. Dans ce cas, bien que les clauses de pourcentage soient initialement prévues pour les actions cotées¹⁰⁰³, elles le sont tout autant pour les actions non cotées¹⁰⁰⁴. De plus, les clauses d'agrément ont pour but de restreindre l'acquisition par des tiers de participations importantes. En l'absence de clarification, l'actionnaire d'une société cotée peut s'attendre à ce que la restriction s'applique indépendamment de la catégorie d'actions visée.
- 442 Toutefois, les actions nominatives non cotées d'une société cotée correspondent toujours à la part du capital-actions dotée d'un privilège de vote. La restriction portant sur les actions non cotées vise par conséquent exclusivement l'actionnaire majoritaire. Compte tenu des règles portant sur la suppression des clauses d'agrément¹⁰⁰⁵, si les actionnaires majoritaires comptent

998 Art. 685b al. 1 CO et 685d al. 1 CO.

999 Dans ce sens, VON DER CRONE (2020), § 12 n° 354.

1000 BÖCKLI (2022), § 5 n° 227; dans ce sens également KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.7.1.; voir également GERICKE/JENTSCH, p. 620 s.

1001 Art. 685d al. 1 CO.

1002 KGer ZG, A3 2015 27.

1003 Art. 685d al. 1 CO.

1004 Voir supra n° 380 ss.

1005 Art. 703 al. 1 CO.

vendre leur participation, une suppression préalable de la clause représente la solution la plus efficace pour contourner la restriction¹⁰⁰⁶. Néanmoins, pour ce faire, ils doivent informer et impliquer le conseil d'administration qui ne pourra prêter son concours seulement dans la mesure où une telle suppression est compatible avec l'égalité de traitement consacrée à l'art. 717 al. 2 CO. En pratique, cette solution devrait devenir la norme, compte tenu des répercussions de l'affaire Sika, en particulier en cas de doute sur l'allégeance du conseil d'administration. Au sein des sociétés cotées, les restrictions à la transmissibilité des actions non cotées devraient perdre de leur attrait.

Une solution préconisée pourrait tout de même consister à adopter une majorité plus importante pour la suppression¹⁰⁰⁷. L'adoption de cette règle devrait tout de même s'avérer ardue compte tenu du fait que les actionnaires majoritaires devront prendre part à cette aggravation de la règle de majorité requise¹⁰⁰⁸. 443

2.2 L'aliénation indirecte des actions

Dans son jugement, le Tribunal cantonal du Canton de Zoug est arrivé à la conclusion que la clause d'agrément était applicable en cas d'aliénation indirecte des actions de la société¹⁰⁰⁹. 444

Pour arriver à cette conclusion, le Tribunal a procédé à une interprétation de la clause d'agrément comme s'il s'agissait d'une loi. Elle motive son choix par le fait que dans une société cotée, les statuts ont des effets envers le public du fait de la cotation des titres¹⁰¹⁰. Ce choix d'interprétation s'aligne avec la méthode préconisée par le Tribunal fédéral en cas d'interprétation des statuts d'une grande société, notamment cotée¹⁰¹¹. 445

1006 Voir TSCHÄNI, p. 726 s.

1007 Art. 704 al. 2 CO.

1008 Art. 704 al. 2 in fine CO.

1009 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.8.

1010 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.2.

1011 ATF 140 III 349, c. 2.3; ATF 107 II 179, c. 4c; TF, 4C.350/2002, c. 3.2. Relevons encore que pour les statuts de petites sociétés, l'interprétation s'effectue selon les méthodes d'interprétation des contrats. Comme le relève à juste titre, CR CO I-WINIGER, ad art. 18 CO, n° 135a, cette méthode d'interprétation pour les grandes sociétés se justifie en partie par le fait que le nouvel actionnaire n'a pas de réelles possibilités de négocier concernant la teneur des statuts, mais plutôt d'y adhérer ou non.

- 446 Selon ce tribunal de première instance, une interprétation littérale de la clause d'agrément amène à restreindre le champ d'application aux seules acquisitions directes¹⁰¹². En mettant de côté les considérations historiques qu'elle n'a pas jugées pertinentes en l'espèce¹⁰¹³, l'instance cantonale fonde cependant sa décision sur les considérations systématiques et téléologiques.
- 447 D'un point de vue systématique, le Tribunal s'est intéressé à l'interaction fonctionnelle entre les différentes clauses statutaires, dont la clause d'agrément, et en particulier à d'éventuelles contradictions avec cette dernière¹⁰¹⁴.
- 448 Les statuts de la société Sika comportaient en sus de la clause d'agrément une clause d'*opting-out* visant à exempter la société des règles relatives aux offres publiques d'acquisition¹⁰¹⁵. La présence d'une clause d'*opting-out* est intéressante, car l'un des principaux buts de cette clause est de permettre à l'actionnaire majoritaire de vendre sa participation en obtenant une prime de contrôle. L'ampleur de la prime de contrôle étant corrélée au contrôle acquis, une clause d'agrément qui limiterait l'exercice du droit de vote nouvellement acquis apparaîtrait ainsi contre-productive¹⁰¹⁶. Le Tribunal ne l'a pas vu de cet œil et a déduit de ces deux clauses qu'elles s'équilibraient. D'un côté, la clause d'*opting-out* devait être comprise comme une concession des actionnaires ordinaires aux détenteurs du privilège concernant la protection que leur octroie le droit des OPA concernant le prix de vente de leurs actions. De l'autre, la clause d'agrément devait permettre aux actionnaires d'éviter l'acquisition de plus de 5 % des droits de vote par un tiers indésirable¹⁰¹⁷. À ce titre, l'instance cantonale a également rappelé que les règles relatives à l'offre obligatoire s'appliquent en dépit de la possibilité d'exercer le droit de vote rattaché aux actions¹⁰¹⁸. Dès lors, il devait être retenu de la volonté du législateur qu'une telle situation pouvait se présenter¹⁰¹⁹.
- 449 De plus, la clause d'agrément tenait compte des actions de concert à travers la clause de groupe. Le but de ces règles est d'apporter une dimension pragmatique à l'analyse de l'acquisition d'actions dans la société en recher-

1012 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.4.

1013 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.6.3.

1014 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.5.2 s.

1015 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.4.3.

1016 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.5.3.

1017 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.5.3.

1018 Art. 135 al. 1 LIMF.

1019 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.5.3.

chant en particulier les bénéficiaires finaux¹⁰²⁰. Cette clause plaide donc également en faveur d'une application aux aliénations indirectes, soit une approche économique de la clause.

D'un point de vue téléologique, la clause d'agrément a pour but principal de garantir l'indépendance économique de la société. Le transfert de propriété de la société holding à un tiers engendre un changement de contrôle au sein de la société¹⁰²¹. De ce fait, afin de déployer l'effet escompté par la clause d'agrément, à savoir garantir l'indépendance économique, son application doit être étendue aux aliénations indirectes également. L'instance cantonale met l'accent sur cette interprétation, car, dans le cas d'espèce, la société holding a pour unique vocation la détention des actions Sika. 450

L'interprétation de l'instance cantonale est dans l'ensemble soutenable¹⁰²². Le raisonnement qu'elle propose retranscrit fidèlement la nécessité d'une approche économique qui restreint les possibilités de contournement par les assujettis. Cette interprétation s'aligne d'ailleurs avec la volonté du Conseil fédéral et du législateur comme il en ressort du message sur la révision du droit de la société anonyme¹⁰²³. 451

Fondamentalement, le raisonnement soutenu revient à interpréter la clause d'agrément par le biais d'une approche économique. L'idée est donc de tenir compte de la personne qui exerce réellement une influence déterminante sur l'exercice des droits de vote, sans tenir compte de la structure de détention¹⁰²⁴. Cette interprétation a le mérite d'être plus adaptée aux structures de détentions actuelles qui s'articulent généralement par l'intermédiaire des sociétés holding¹⁰²⁵. 452

L'argument de l'influence déterminante sur l'exercice du droit de vote répond également à une autre problématique sous-jacente concernant l'application de la clause avant même que l'aliénation ait formellement eu lieu. Cette approche fondée sur l'influence déterminante, qui permet d'appliquer la clause d'agrément à un groupe d'actionnaires nouvellement constitué, ne 453

1020 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.5.4.

1021 KGer ZG, A3 2015 27, c. 4.7.1.

1022 Dans ce sens, TSCHÄNI, p. 725 s.; contra: AUBERSON/OPPLIGER, p. 626 s.

1023 Dans le cadre de la révision du droit de la SA, le Conseil fédéral, à plusieurs reprises, justifie les modifications faites dans la loi par un besoin de toujours réduire les possibilités de contournement des règles applicables. Voir à cet effet FF 2017 353, 470, 477, 480, 504 et 544.

1024 GERICKE/JENTSCH, p. 627.

1025 Dans ce sens également, GERICKE/JENTSCH, p. 619.

doit pas être négligée par les assujettis. Le Tribunal cantonal du Canton de Zoug ne va pas trop loin en admettant la présence d'une influence déterminante lorsque les aliénateurs s'obligent à exercer leur droit de vote en faveur de l'acquéreur. En revanche, la situation serait beaucoup plus discutable si une telle qualification de groupe intervenait avant la soumission formelle de l'aliénateur à la volonté de l'acquéreur.

454 Dans le cadre de son interprétation systématique, le Tribunal cantonal a relevé l'importance de la clause d'*opting-out* afin d'interpréter la clause d'agrément. Or, la clause d'*opting-out*, comme le souligne TSCHÄNI, est un élément essentiel de la problématique présentée¹⁰²⁶. En effet, sans cette clause, les règles relatives à l'offre obligatoire sont applicables¹⁰²⁷. Lorsque cela est le cas, l'approbation par la société du nouvel acquéreur ne relève plus du conseil d'administration, mais de l'assemblée générale¹⁰²⁸. L'acquéreur de la participation majoritaire deviendrait, à cet effet, l'offrant d'une offre publique d'acquisition¹⁰²⁹. En cette qualité, l'acquéreur peut conditionner son offre à la suppression préalable de la clause d'agrément¹⁰³⁰. Le sort de la clause d'agrément revient donc aux actionnaires de la société dans ce cas¹⁰³¹. Sous réserve des quelques sociétés qui prévoient une règle de majorité accrue, l'approbation de l'assemblée générale devrait être obtenue facilement par l'actionnaire majoritaire en marge de la vente de sa participation¹⁰³².

455 Toutefois, le Tribunal cantonal donne trop d'importance à la clause de groupe dans ce contexte de fait. La clause de groupe a été avancée afin de justifier une interprétation dans le sens d'une approche économique de l'opération. En l'absence d'une clause de groupe, une approche économique de l'opération peut découler du seul fait que la société soit cotée. L'art. 135 al. 1 LIMF prévoit en effet qu'il faut tenir compte des acquisitions directes, indi-

1026 TSCHÄNI, p. 726. Relevons à titre indicatif que la prise de position de TSCHÄNI n'est pas intégralement neutre, voir à ce sujet supra n° 438 et nbp 997.

1027 Art. 125 al. 3 LIMF a contrario et 135 al. 1 LIMF.

1028 TSCHÄNI, p. 726.

1029 À supposer que le bloc d'actions nouvellement acquis suffit à dépasser le seuil pertinent prévu par la société afin de l'obliger à présenter une offre publique d'acquisition.

1030 Art. 38 al. 2 let. b OIMF-FINMA; voir également COURVOISIER/SCHNYDER, p. 277 s.

1031 IFFLAND, p. 72; TSCHÄNI, p. 726.

1032 TSCHÄNI, p. 727.

rectes et de concert. Par ce fait, la réglementation en matière d'OPA conçoit l'acquisition du contrôle d'un point de vue pragmatique¹⁰³³.

Dès lors, ne pas analyser sur la même base la principale obligation découlant de l'acquisition de participations¹⁰³⁴ et les restrictions prévues portant sur cette même acquisition paraît maladroit¹⁰³⁵. La clause d'*opting-out* n'y change rien également. Le fait de se soustraire à l'offre obligatoire n'implique pas de se soustraire également à l'obligation d'annonce qui se fonde sur une même approche économique¹⁰³⁶. Par conséquent, la seule cotation boursière de la société devrait suffire à interpréter la clause d'agrément dans sa dimension économique.

456

3. Le plafonnement du droit de vote

I. Généralités

Aux termes de l'art. 692 al. 2 CO, la société peut limiter, dans les statuts, le nombre de voix attribué au porteur de plusieurs actions¹⁰³⁷. La forme que prendra généralement cette clause de limitation sera une clause de pourcentage qui plafonnera à un montant maximal l'exercice du droit de vote¹⁰³⁸. Pour cette raison, sa dénomination dans le cadre de cet ouvrage sera une « clause de plafonnement du droit de vote »¹⁰³⁹. Contrairement à la clause d'agrément, la clause de plafonnement du droit de vote s'appliquera aux actions nominatives et aux actions au porteur¹⁰⁴⁰. La doctrine reconnaît

457

1033 Voir supra n° 124.

1034 Art. 135 al. 1 LIMF.

1035 Art. 685a ss CO.

1036 Art. 120 al. 1 LIMF ; voir également GERICKE/JENTSCH, p. 621, qui relèvent la similarité entre les clauses de groupe et l'obligation d'annonce dans leur prise en compte de l'exercice du droit de vote.

1037 Art. 692 al. 2 CO.

1038 FORSTMOSER/KÜCHLER, n° 661 ; GEHRER, p. 84 ; GRONER, p. 291 ; MAIZAR, p. 331 ; MÜLLER, n° 171.

1039 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 692 CO, n° 39, qui proposent une dénomination identique.

1040 ZK-BOHRER/KUMMER, ad art. 692 CO, n° 55.

donc naturellement à ces clauses un certain intérêt s'agissant de la dispersion du contrôle au sein des sociétés qui en font usage¹⁰⁴¹.

- 458 Les clauses de plafonnement nécessitent, à l'image des clauses d'agrément, d'être inscrites dans les statuts afin d'être valables¹⁰⁴². Comme toute modification des statuts, si elle n'est pas prévue à la fondation, l'approbation préalable de l'assemblée générale est nécessaire¹⁰⁴³. Toutefois, contrairement aux clauses de restriction à la transmissibilité des actions, les clauses de plafonnement du droit de vote ne figurent pas dans le catalogue des décisions importantes¹⁰⁴⁴. De ce fait, en l'absence d'une règle spécifique prévue par la société, l'introduction, la modification et la suppression de ces clauses sont soumises à la majorité absolue¹⁰⁴⁵.
- 459 À l'instar des restrictions à la transmissibilité des actions, le plafonnement du droit de vote constitue une atteinte à l'exercice du droit de vote des actionnaires¹⁰⁴⁶. L'introduction de cette restriction doit donc également satisfaire aux principes généraux de la société anonyme, dont fait partie l'égalité de traitement entre les actionnaires, et être fondée sur des considérations objectives. Selon une partie de la doctrine, des clauses octroyant un droit de veto, limitant l'exercice du droit de vote de certains actionnaires pour la prise de certaines décisions ou discriminant quant à la nationalité de l'actionnaire ne sont pas permises¹⁰⁴⁷. Leur avis est soutenu en ce qui concerne les critères de distinction fondés sur la nationalité de l'actionnaire. Concernant les restrictions à la transmissibilité des actions, cette forme d'inégalité de traitement n'est autorisée qu'en présence d'une base légale expresse¹⁰⁴⁸. En l'occurrence, puisque les règles portant sur le plafonnement du droit de vote ne prévoient pas cette éventualité, ces clauses ne peuvent pas être admises. Concernant les autres formes d'inégalité de traite-

1041 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 692 CO, n° 39 s.; ZK-BOHRER/KUMMER, ad art. 692 CO, n° 63; MARTIN, p. 187; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 419.

1042 Art. 692 al. 2 CO.

1043 Art. 698 al. 2 ch. 1 CO.

1044 Art. 704 al. 1 CO.

1045 Art. 703 al. 1 CO; dans ce sens VON DER CRONE (2020), § 12 n° 419.

1046 BSK-LÄNZLINGER, ad art. 692 CO, n° 8; BÖCKLI (2022), § 8 n° 596 ss; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 419.

1047 BSK-LÄNZLINGER, ad art. 692 CO, n° 9; voir également MARTIN, p. 186; HUGUENIN JACOBS, p. 157 ss, qui s'opposent à tous les critères de discrimination personnels et soutiennent l'application stricte des seuils en pour cent à tous les actionnaires.

1048 Voir supra n° 379.

ment, dans certaines situations données, une inégalité de traitement devrait néanmoins être admissible lorsque des critères objectifs le justifient.

En principe, les clauses de plafonnement du droit de vote visent les actionnaires individuellement¹⁰⁴⁹. Il revient donc aux sociétés de prévoir des clauses tenant compte des actions de concert afin d'assurer une bonne application de ces clauses¹⁰⁵⁰. L'application d'une clause de groupe est facilement compréhensible lorsqu'il s'agit d'un groupe de sociétés, mais est plus difficilement justifiable face à une convention d'actionnaires¹⁰⁵¹. Selon la doctrine, lorsque la société fait face à une convention d'actionnaires, l'action de concert dépendra du caractère contraignant de la convention quant à l'exercice du droit de vote¹⁰⁵².

Ces clauses sont utilisées en pratique par certaines sociétés cotées afin d'assurer un actionnariat diffus et d'éviter que la société ne soit contrôlée par un actionnaire majoritaire¹⁰⁵³. Leur usage en est d'autant plus intéressant que dans les sociétés cotées, une participation inférieure au seuil déclencheur d'une OPA¹⁰⁵⁴ puisse suffire à exercer une influence déterminante sur la prise de décisions¹⁰⁵⁵. Toutefois, certaines sociétés les utilisent afin de consolider l'influence d'un actionnaire majoritaire. En profitant du fait que la loi n'interdise pas aux statuts de prévoir des exceptions au plafonnement¹⁰⁵⁶, certaines sociétés utilisent ce mécanisme dans un but comparable aux clauses d'agrément. Ainsi, ces sociétés profitent du silence du législateur quant à leur portée afin de créer des mécanismes qui ne seraient autrement pas permis s'il s'agissait de clauses d'agrément.

D'un point de vue quantitatif, les sociétés faisant usage des clauses de plafonnement se comptent au nombre de 14 auprès de la SIX¹⁰⁵⁷. De ces 14 sociétés, toutes ont adopté la forme d'une clause de pourcentage. Seulement deux sociétés (14 %) prévoient un seuil supérieur à 5 % des droits de vote¹⁰⁵⁸.

1049 Art. 692 al. 2 in fine CO; voir également BLAAS, n° 128; FORSTMOSER/KÜCHLER, n° 662.

1050 BÖCKLI (2022), § 8 n° 600 ss; MAIZAR, p. 332.

1051 BÖCKLI (2022), § 8 n° 600 ss; CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 692 CO, n° 72 ss.

1052 BÖCKLI (2022), § 8 n° 602; CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 692 CO, n° 74.

1053 GRONER, p. 291; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 419.

1054 Art. 135 al. 1 LIMF.

1055 REICHMUTH, n° 180; VON DER CRONE (2020), § 12 n° 419.

1056 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 420.

1057 Voir supra Tableau 2.

1058 Voir supra Tableau 4.

- 463 Concernant leur répartition, 11 sociétés (78,5 %) prévoient un cumul d'une clause d'agrément et d'une clause de plafonnement, tandis que les 3 sociétés restantes prévoient une clause de plafonnement uniquement¹⁰⁵⁹. Il s'agit de ne pas tirer de conclusion hâtive sur la présence d'une clause d'agrément sur l'importance du seuil en pour cent prévu. Bien que 10 sociétés sur les 11 contenant une clause d'agrément prévoient un seuil de plafonnement inférieur ou égal à 5 % des droits de vote, il en va de même de deux sociétés sur les trois qui ne disposent que d'un plafonnement exclusivement¹⁰⁶⁰.
- 464 Relevons enfin que dans les sociétés disposant d'un cumul des clauses, le seuil en pour cent de l'agrément coïncide généralement avec le seuil en pour cent du plafonnement du droit de vote. Dans deux sociétés toutefois, le seuil pertinent pour le plafonnement du droit de vote est plus élevé que celui de l'agrément. Cette différence entre les deux seuils est compatible avec la réglementation en vigueur¹⁰⁶¹, mais demeure donc actuellement une exception.
- 465 Ce chapitre s'intéresse à l'utilisation atypique des clauses de plafonnement du droit de vote. Notre analyse se focalisera sur deux axes principaux de réflexion. En premier lieu, la possibilité de prévoir un régime différencié entre les actionnaires. À ce titre, nous verrons que la réponse est différente selon que la société prévoit une clause de plafonnement exclusivement ou une application conjointe d'une clause d'agrément et de plafonnement. Dans un second temps, à l'instar de notre analyse sur les clauses d'agrément, dans quelle mesure le conseil d'administration pourra se voir octroyer une marge d'appréciation.

II. *Le traitement inégal des actionnaires*

- 466 Selon certains auteurs, une clause de plafonnement du droit de vote qui serait soumise à des exceptions contrevient au droit en vigueur¹⁰⁶². Selon MARTIN, afin de respecter cette exigence, les statuts ne peuvent ni prévoir d'exceptions ni octroyer une marge d'appréciation au conseil d'administration dans l'exercice des clauses¹⁰⁶³.

1059 Voir supra Tableau 4.

1060 Voir supra Tableau 4.

1061 GROUPE DE TRAVAIL DES BOURSES SUISSES, p. 88.

1062 MARTIN, p. 186; MONTAVON, p. 741.

1063 MARTIN, p. 187.

MAIZAR, pour sa part, relève que le conseil d'administration ne devrait pas être autorisé à librement octroyer des exceptions, tout en reconnaissant des cas où des critères objectifs pourraient les rendre admissibles¹⁰⁶⁴. Dans un même ordre d'idées, BÖCKLI retient également que dans une même classe d'actions, une inégalité de traitement fondée sur des critères objectifs pourrait être admissible¹⁰⁶⁵. Cependant, en exemplifiant ce qui est pour lui une situation inadmissible, celui-ci énonce le cas d'une société qui limite le droit de vote des « actionnaires ordinaires » à 5 % des droits de vote et une limitation différenciée pour un actionnaire singularisé à hauteur de 25 % des droits de vote¹⁰⁶⁶. Selon cet auteur, cette structure n'est pas soutenable, car elle correspond étroitement au mécanisme des actions à droit de vote privilégié. Or, le législateur a prévu un *numerus clausus* des méthodes de comptabilisation des droits de vote. Dès lors, un contournement du régime des actions à droit de vote privilégié par l'entremise d'un plafonnement du droit de vote contreviendrait à cette volonté du législateur¹⁰⁶⁷.

À l'inverse, selon TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, le principe du plafonnement du droit de vote tient compte du « porteur » du droit de vote, à savoir l'actionnaire, non pas des actions¹⁰⁶⁸. Le législateur aurait ainsi prévu un mécanisme permettant de tenir compte de caractéristiques propres à certains actionnaires.

Le Tribunal fédéral, pour sa part, a implicitement reconnu cette possibilité dans un arrêt où celui-ci mentionne la prise en compte, par le législateur, d'aspects liés aux sociétés de personnes dans l'organisation du droit de vote de l'assemblée générale¹⁰⁶⁹. Malgré leur potentiel, peu de sociétés cotées utilisent ces clauses¹⁰⁷⁰.

Toutefois, dans la pratique, certaines sociétés font usage de créativité dans la rédaction de leur clause de plafonnement. Sans être exhaustif, quelques exemples de clauses statutaires de sociétés cotées disposant d'une seule

1064 MAIZAR, p. 332, qui reconnaissait certains cas admissibles, notamment vis-à-vis des représentants institutionnels et des *nominees*; ZK-BOHRER/KUMMER, ad art. 692 CO, n° 73, qui admettent d'autres exceptions supplémentaires notamment en cas de clauses de groupe.

1065 BÖCKLI (2022), § 8 n° 596 ss; dans ce sens, mais plus modéré dans l'attribution d'exceptions, VON DER CRONE (2020), § 12 n° 420.

1066 BÖCKLI (2022), § 8 n° 597.

1067 BÖCKLI (2022), § 8 n° 597.

1068 CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 692 CO, n° 54.

1069 ATF 95 II 555, c. 2.

1070 ZK-BOHRER/KUMMER, ad art. 692 CO, n° 61.

catégorie d'actions sont mentionnés¹⁰⁷¹. Interroll AG ne dispose que d'une clause de plafonnement tandis que Nestlé, TX Group et Lindt & Sprüngli connaissent un cumul d'une clause d'agrément et de plafonnement :

L'art. 13^{bis} des statuts d'Interroll AG¹⁰⁷² prévoit :

« Indépendamment du nombre d'actions qu'ils détiennent, aucun actionnaire ne peut exercer un droit de vote supérieur à 5 % des voix émises. [...] Cette limitation au droit de vote ne s'applique pas à Dieter Specht, Hans vom Stein et Bruna Ghisalberty et leurs descendants en ligne directe de première génération à la condition que leurs familles respectives, indépendamment des autres, détiennent au moins 10 % des droits de vote. »

L'art. 11 des statuts de Nestlé prévoit :

« Lors de l'exercice du droit de vote, personne ne peut réunir sur sa personne, directement ou indirectement, au titre des actions qui lui appartiennent ou de celles qu'il représente, plus de 5 % du capital-actions inscrit au registre du commerce. [...] »

Afin de permettre l'exercice du droit de vote attribué aux actions détenues par des *nominees*, le Conseil d'administration peut, par voie de règlement ou de conventions avec les *nominees*, déroger à la limitation prévue dans cet article. Il peut aussi déroger à cette limitation dans le cadre des règlements mentionnés à l'art. 5 al. 6 et al. 9. De plus, la limitation ne s'applique pas à l'exercice du droit de vote par le représentant indépendant. »

L'art. 12 des statuts de TX Group¹⁰⁷³ prévoit :

« Un actionnaire peut exercer ses droits de vote directement ou indirectement jusqu'à 5 % des actions émises. [...] Les personnes suivantes sont exemptées des règles portant sur le plafonnement du droit de vote : [...] les actionnaires inscrits au registre des actions pour une proportion supérieure à 5 % des droits de vote. »

1071 Les clauses reproduites étaient en vigueur au 1^{er} mai 2021.

1072 Traduction libre.

1073 Traduction libre.

L'art. 12 des statuts de Lindt & Sprüngli¹⁰⁷⁴ prévoit :

« Lorsqu'il exerce son droit de vote, aucun actionnaire ne peut exercer plus de 6 % des voix émises. [...] Le conseil d'administration est autorisé à dévier de ces restrictions dans des circonstances particulières. ».

Comme il sera développé dans les deux prochaines parties, et ce contrairement à la portée généralement reconnue par la doctrine, les clauses de plafonnement peuvent prévoir des exceptions fondées sur des critères plus larges que les clauses d'agrément. Cette interprétation plus large permet de prévoir une marge d'appréciation plus souple dans l'exercice de la clause. Néanmoins, l'interprétation faite par la doctrine majoritaire trouve une application en présence d'un cumul entre une clause d'agrément et une clause de plafonnement du droit de vote spécifiquement. 471

1. Les exceptions fondées sur des critères objectifs

Historiquement, et ce malgré sa qualification de société de capitaux, la société anonyme n'avait pas pour principal but d'ôter toute considération personnelle dans l'attribution des droits des actionnaires¹⁰⁷⁵. En partant de cette prémisse, nous soutenons que dans certains cas le législateur permet d'octroyer un droit ou d'imposer une obligation en fonction de critères de distinction objectifs. En l'absence d'une base légale contraire, la liberté contractuelle doit permettre à la société de faire preuve d'originalité dans l'élaboration de sa structure décisionnelle¹⁰⁷⁶. 472

Deux hypothèses doivent être distinguées. Une première hypothèse se rapporte aux situations dans lesquelles la société prévoit une clause d'agrément et une clause de plafonnement du droit de vote conjointement. La seconde hypothèse vise quant à elle les situations où seule une clause de plafonnement du droit de vote est prévue dans les statuts. 473

Dans le premier cas, d'un point de vue systématique, la clause de plafonnement du droit de vote fonctionne comme un complément de la clause 474

1074 Traduction libre.

1075 Voir supra n° 387 ; dans ce sens, CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, ad art. 692 CO, n° 54, qui établissent à raison que l'attribution de droits en fonction de considérations personnelles n'est pas exceptionnelle dans le droit de la SA.

1076 ATF 95 II 555, 561.

d'agrément, bien que son application soit autonome¹⁰⁷⁷. Ici, la clause de plafonnement a pour principale vocation de combler des lacunes auxquelles les clauses d'agrément ne peuvent pas répondre. Selon BLAAS et VON SALIS, ce sera notamment le cas lors d'une acquisition particulière ou de l'acquisition d'actions supplémentaires par un actionnaire ayant d'ores et déjà dépassé le contrôle de la clause d'agrément¹⁰⁷⁸.

- 475 Puisque la clause de plafonnement du droit de vote fonctionne comme un complément à la clause d'agrément, elle ne peut pas être interprétée en contradiction avec la réglementation en matière de restriction à la transmissibilité des actions. Cette nécessité de cohérence découle également de la rédaction des clauses dans la pratique, à l'image de la clause de TX Group produite précédemment. Dans ce dernier cas, il est prévu que la clause de plafonnement ne doit pas déployer d'effet lorsque la clause d'agrément admet une exception. Dès lors, une interprétation systématique mène à ce que la clause de plafonnement ne puisse pas prévoir d'exceptions fondées sur des caractéristiques personnelles sans violer le principe de l'égalité de traitement dans une même classe d'actions¹⁰⁷⁹.
- 476 Dans le second cas toutefois, la clause de plafonnement du droit de vote existe en l'absence d'une clause d'agrément. Dans cette hypothèse la clause de plafonnement du droit de vote n'est pas limitée par la réglementation visant les clauses d'agrément. Elle demeure cependant soumise aux règles fondamentales du droit de la société anonyme et plus particulièrement au principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires.
- 477 Selon certains auteurs, ce principe préconise une interprétation stricte de la norme de l'art. 692 al. 2 CO¹⁰⁸⁰. Dès lors, le fait de prévoir des seuils différenciés selon les actionnaires, par exemple un régime favorable à un cercle familial restreint, contrevient gravement au principe de l'égalité de traitement et doit être exclu¹⁰⁸¹.
- 478 Ce raisonnement mérite d'être nuancé. Le Tribunal fédéral, dans un ancien arrêt publié, a abordé la question spécifique de l'organisation du droit de vote

1077 BLAAS, n° 128; VON SALIS, p. 174; voir également, BÖCKLI (2009), § 12 n° 469, qui relève l'importance de distinguer d'un point de vue dogmatique les deux types de clauses.

1078 BLAAS, n° 128; VON SALIS, p. 174.

1079 Voir supra n° 417 ss; dans ce sens également VON SALIS, p. 175.

1080 ZK-BOHRER/KUMMER, ad art. 692 CO, n° 73; VON SALIS, p. 175.

1081 BÖCKLI (2022), § 8 n° 596 ss; VON SALIS, p. 175.

au sein de l'assemblée générale¹⁰⁸². Il a ainsi relevé que le législateur avait tenu compte de considérations propres aux sociétés de personnes lorsqu'il avait codifié le droit de vote au sein de l'assemblée générale. Ainsi, le principe de l'adéquation entre le droit de vote et la participation financière n'est pas un principe absolu et connaît des exceptions considérables¹⁰⁸³. Notre Haute Cour exemplifia son propos en mentionnant les actions à droit de vote privilégié¹⁰⁸⁴ et le plafonnement du droit de vote¹⁰⁸⁵. Dans ces deux cas, le poids du vote ne dépend pas exclusivement de la participation au capital, mais réside de manière décisive en la personne de l'actionnaire.

Lorsqu'elles visent des actions cotées en bourse, les clauses d'agrément et de plafonnement du droit de vote sont utilisées afin d'atteindre un but similaire en pratique, à savoir de limiter la constitution d'une participation octroyant un droit de vote important¹⁰⁸⁶. Cependant, bien que leur utilité puisse parfois être similaire, ces deux mécanismes demeurent profondément différents. 479

Les clauses d'agrément opèrent un filtrage des acquéreurs lors de l'acquisition d'actions et s'inscrivent donc dans la thématique plus générale du transfert du contrôle. D'un point de vue téléologique, les clauses de plafonnement du droit de vote, quant à elles, portent sur l'exercice du droit de vote et se rapprochent plus des actions à droit de vote privilégié¹⁰⁸⁷. Or, en l'absence d'une mention contraire, une exception au plafonnement du droit de vote fondée sur des caractéristiques propres à un actionnaire n'apparaît pas plus choquante que l'attribution d'un privilège de vote à certains actionnaires déterminés. 480

Allant dans ce sens, VON DER CRONE relève qu'il serait concevable de prévoir une clause de plafonnement du droit de vote qui ne s'appliquerait qu'aux sociétés concurrentes¹⁰⁸⁸. Selon lui, ces clauses doivent être valables à la condition qu'elles soient dans l'intérêt de la société ou qu'elles soient justifiées par le but social¹⁰⁸⁹. 481

1082 ATF 95 II 555, 561.

1083 ATF 95 II 555, 561.

1084 Art. 693 al. 1 CO.

1085 Art. 692 al. 2 CO.

1086 Dans ce sens, BLAAS, n° 130; BÖCKLI (2022), § 8 n° 590 s.; GEHRER, p. 84.

1087 ATF 95 II 555, 561.

1088 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 420.

1089 VON DER CRONE (2020), § 12 n° 420.

- 482 Pour notre part, ce dernier point de vue qui corrobore avec le silence du législateur est suivi. Il peut également être admis que des exceptions aux clauses de plafonnement puissent être fondées sur l'appartenance à un cercle familial déterminé. Cette possibilité ne demeure soutenable que lorsqu'elle a pour but d'assurer une stabilité du noyau dur actionnarial. Afin de garantir cette stabilité, le fait de conditionner l'exemption à la détention, au sein du cercle familial, d'une certaine proportion des droits de vote apparaît nécessaire.
- 483 Dans cette optique, la clause statutaire prévue par Interroll AG ne viole pas le dispositif légal en vigueur en attribuant une exemption sur la base de l'appartenance au cercle familial. Relevons tout de même qu'à l'instar des clauses d'agrément, ce type de clause peut se révéler être un obstacle en cas d'aliénation du bloc d'actions familial à un tiers non-membre¹⁰⁹⁰.
- 484 Du point de vue des actionnaires minoritaires, si la société dispose d'une seule catégorie d'actions, l'utilisation d'une clause de plafonnement pourrait dès lors s'avérer plus adaptée qu'une clause d'agrément. Elle permettrait notamment de se rapprocher d'une clause crépusculaire¹⁰⁹¹. Si l'exemption n'est accordée que dans le cercle familial et sous certaines conditions, l'aliénation à un tiers ou le manquement à une condition permettra, à terme, de rétablir un régime égalitaire vis-à-vis de l'application de la clause. Toutefois, demeurera réservée la suppression de la clause de plafonnement avant la vente, rendant cette forme de clause crépusculaire imparfaite.

2. Le pouvoir d'appréciation du conseil d'administration

- 485 Le second volet de notre analyse porte sur la possibilité d'octroyer au conseil d'administration une marge d'appréciation dans l'exercice de la clause de plafonnement. Pour MARTIN, une marge d'appréciation contrevient au principe de l'égalité de traitement et de la hiérarchie des organes au sein de la société anonyme¹⁰⁹². Pour d'autres auteurs, ce n'est qu'un libre pouvoir d'appréciation du conseil d'administration qui est incompatible avec le

1090 Voir supra n° 390.

1091 Voir supra n° 269 ss.

1092 MARTIN, p. 188.

droit en vigueur¹⁰⁹³. Selon ces derniers, une clause écrite en des termes trop généraux octroierait au conseil d'administration un droit de définir les rapports de vote au sein de l'assemblée générale et contreviendrait notamment à l'art. 717 al. 2 CO¹⁰⁹⁴.

La seconde approche semble la plus appropriée. Comme en matière de clauses d'agrément, la volonté du législateur n'a jamais été de permettre l'octroi d'un blanc-seing au conseil d'administration¹⁰⁹⁵. Toutefois, à nouveau, nous reconnaissons comme valables les clauses qui octroient une marge d'appréciation du conseil d'administration, mais qui en limitent le cadre d'application¹⁰⁹⁶. Il est essentiel d'offrir à la société une certaine souplesse dans la prise en compte des droits de vote des actionnaires afin de pouvoir s'adapter plus facilement en cas de changements dans l'actionnariat. 486

Ainsi, une clause comme celle retrouvée dans les statuts de Nestlé permettant au conseil d'administration d'octroyer des exemptions dans un cadre statutaire clair est admissible. Dans ce contexte, il est octroyé une certaine marge d'appréciation au conseil d'administration, mais seulement dans certaines situations prévues de manière exhaustive. 487

À l'inverse, la formulation retrouvée dans les statuts de Lindt & Sprüngli paraît, dans une certaine mesure, contestable. En effet, en prévoyant que le conseil d'administration peut octroyer des exceptions «dans des circonstances particulières», il est implicitement octroyé une certaine forme de blanc-seing. Puisque la clause ne spécifie pas ce qui doit être compris comme une circonstance particulière, il revient au conseil d'administration d'interpréter cette notion, ce qui ne convainc pas eu égard à l'art. 717 al. 2 CO. 488

1093 BÖCKLI, § 12 n° 482; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 n° 70 s.; MAIZAR, p. 332; VON DER CRONE, § 12 n° 420.

1094 BÖCKLI, § 12 n° 482; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 24 n° 70 s.

1095 Voir à cet égard l'argumentation développée concernant les clauses d'agrément, supra n° 392 et 424 s.; voir également MAIZAR, p. 332 qui justifie cette interprétation en se fondant sur l'art. 685a al. 1 CO.

1096 Dans ce sens, BÖCKLI, § 12 n° 482; VON DER CRONE, § 12 n° 420.

4. Conclusion intermédiaire

- 489 Les clauses de restriction à la transmissibilité des actions et de plafonnement du droit de vote sont typiquement étroitement liées à des considérations personnelles. La société peut envisager la rédaction de clauses tenant compte de ces considérations sans violer l'égalité de traitement des actionnaires. Elle doit toutefois être vigilante dans la rédaction de ces clauses. Cela sera notamment le cas si les statuts octroient un trop large pouvoir d'appréciation au conseil d'administration. Si un actionnaire est lésé, la société s'exposera à des contestations fondées sur une violation du principe de l'égalité de traitement¹⁰⁹⁷ et de la compétence inaliénable de l'assemblée générale d'adopter des restrictions dans ce domaine¹⁰⁹⁸. Cependant, l'égalité de traitement est un principe qui connaît des exceptions notables. Sa portée étant limitée à une même catégorie d'actions, en ce qui concerne le droit de vote, l'émission d'actions à droit de vote privilégié peut aisément en restreindre son application.
- 490 Les clauses d'agrément représentent toujours à ce jour le premier choix dans les sociétés cotées lorsque la société veut restreindre le transfert des participations importantes et la constitution de contre-pouvoirs. L'exemption octroyée aux acquisitions particulières en fait effectivement un mécanisme de choix pour les sociétés dont les familles fondatrices sont encore aux reines. À cela s'ajoute probablement le fait que ces clauses étaient déjà présentes avant la cotation boursière. Les clauses d'agrément ont une utilité particulière au sein des sociétés privées puisqu'elles permettent de refuser l'entrée de tiers indésirés dans l'actionnariat. Cet intérêt est réduit lors de la cotation boursière puisqu'à l'exception des actions à droit de vote privilégié non cotées, seul l'exercice du droit de vote peut être restreint.
- 491 Qu'il s'agisse d'actions cotées ou non, les sociétés cotées tendent à préférer des clauses de pourcentage à des clauses aux termes plus vagues. Ces clauses ont l'avantage de répondre à la fois aux exigences de l'art. 685*d* al. 1 CO et de l'art. 685*b* al. 2 CO en matière d'indépendance économique. Dès lors, même si la clause est rédigée sans spécifier la catégorie d'actions visée, une application généralisée doit être préconisée. Le critère de l'indépendance

1097 Art. 717 al. 2 CO.

1098 Art. 698 al. 2 ch. 1 CO.

économique pose tout de même quelques difficultés pratiques. Premièrement, la validité des clauses familiales demeure un sujet controversé en doctrine. Secondement, la possibilité de prévoir des exemptions afin de vendre la participation majoritaire à un tiers sans déclencher la clause d'agrément ne peut être suivie. Ce second point, qui était le noyau de l'affaire Sika, s'est d'ailleurs résolu en défaveur des actionnaires majoritaires. La jurisprudence établie par le Tribunal cantonal du Canton de Zoug demeurera un précédent dont les sociétés devront tenir compte. Il en découle, avec une certaine ironie, que la solution, dans ce cas, soit d'abolir la clause d'agrément qui protège ce même actionnariat majoritaire avant que ce dernier puisse vendre sa participation.

Quant à elles, les clauses de plafonnement du droit de vote pourraient être une solution adéquate aux difficultés retrouvées dans l'utilisation des clauses d'agrément. Contrairement à la réglementation étoffée en matière de restriction à la transmissibilité, les règles sur le plafonnement sont particulièrement succinctes. En présence d'un silence qualifié du législateur, cette autre forme de restriction à l'exercice du droit de vote offre une adaptabilité attrayante pour les sociétés cotées. La prise en compte de caractéristiques personnelles est valable, dans la mesure où celles-ci sont objectivement justifiables ou dans le but de la société. Ainsi, des clauses de plafonnement, comme celle retrouvée dans les statuts d'Interroll AG, qui prévoient des exemptions fondées sur l'appartenance au cercle familial et la détention d'un seuil minimal d'actions sont valables. Puisque ces critères visent la stabilité de l'actionnariat, ils doivent être considérés comme objectivement justifiables dans de tels contextes de fait. Dans un même ordre d'idées, des clauses de plafonnement octroyant au conseil d'administration la possibilité d'exempter du plafonnement un actionnaire dépassant un seuil minimal d'actions pourraient offrir une dimension nouvelle au transfert des actions. Il sera intéressant de suivre l'évolution du marché suisse sur ce point.

CHAPITRE 5 :

LA PRIME DE CONTRÔLE

1. Introduction

En reprenant les mots de SMITH, le contrôle sur une société est précieux¹⁰⁹⁹. 493
 Parmi les avantages qu'il procure, la possibilité d'obtenir une prime de contrôle lors de son transfert en est probablement l'un des principaux¹¹⁰⁰. La prime de contrôle est définie comme la part excédentaire du prix payé pour l'acquisition d'une entreprise par rapport à sa valeur de marché¹¹⁰¹. En principe, cet excédent est accordé par l'acquéreur aux détenteurs d'un bloc de contrôle exclusivement, car ce dernier lui octroie le contrôle de la société sans acquérir l'intégralité des actions¹¹⁰².

L'évaluation de la prime de contrôle n'est pas aussi aisément déterminable. 494
 Contrairement à la valeur de marché qui est, en principe, objectivement quantifiable, la prime de contrôle dépend, en partie, de facteurs subjectifs.

D'une part, certains mentionnent l'existence d'une attache émotionnelle 495
 de l'actionnaire majoritaire. Selon AGHION/BOLTON, le fondateur d'une entreprise tient compte de considérations non pécuniaires, par exemple l'impact sur sa réputation, lorsqu'il prend une décision¹¹⁰³. Dans la littérature traitant de la valorisation des entreprises, ROUSSEAU/KELLERMANNNS/ZELLWEGER/BECK retiennent des considérations purement émotionnelles, notamment un nom de société identique au nom de famille du fondateur, sur la valorisation¹¹⁰⁴.

D'autre part, la valeur subjective attribuée par l'actionnaire majoritaire à 496
 son contrôle relève également de l'aversion à la dépossession, ou en anglais *endowment theory*¹¹⁰⁵ ou *endowment effect*¹¹⁰⁶. Cette théorie a gagné en

1099 SMITH, p. 544.

1100 CHERIDITO/SCHNELLER, p. 418; SMITH, p. 545.

1101 PRATT/NICULITA, p. 385.

1102 SCHENKER (2013), p. 275.

1103 AGHION/BOLTON, p. 476.

1104 ROUSSEAU/KELLERMANNNS/ZELLWEGER/BECK, p. 397 s.

1105 ZELLWEGER/ASTRACHAN, p. 347.

1106 CHATTERJEE/IRMAK/ROSE, p. 460.

popularité à travers les travaux de THALER¹¹⁰⁷. Son analyse, portant sur les habitudes de consommation, révèle que pour un bien identique, une personne acceptera de s'en séparer à un prix plus élevé que celui qu'elle concédera pour l'obtenir¹¹⁰⁸. Cette considération purement subjective, qui découle de la seule sphère de propriété, crée une différence entre le prix qu'un acheteur est prêt à payer et le prix qu'un vendeur est prêt à accepter. Dès lors, il reviendra essentiellement à l'acheteur de convaincre le vendeur.

- 497 La composition de l'actionnariat représente également un facteur décisif concernant l'attribution d'une prime de contrôle. Puisque la prime de contrôle rétribue un actionnaire pour l'obtention d'un bloc d'actions octroyant au moins un contrôle de fait, le débat gravite en particulier vers les structures actionnariales concentrées¹¹⁰⁹.
- 498 Lorsque l'acquisition porte sur une société privée, la liberté contractuelle dont les parties jouissent¹¹¹⁰ permet de tenir compte de certains facteurs subjectifs. La problématique est toute autre face à des sociétés cotées, pour lesquelles une réglementation de droit public contraignante se superpose au droit privé.
- 499 Selon l'art. 1 al. 2 LIMF, cette réglementation a pour but de garantir la transparence et l'égalité de traitement des participants ainsi que d'assurer le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières¹¹¹¹. Ces principes doivent être garantis en particulier dans le cadre des offres publiques d'acquisitions, ce que rappelle également l'art. 1 OOPA¹¹¹². L'une des concrétisations de l'égalité de traitement entre les actionnaires est retrouvée dans le contexte des offres obligatoires¹¹¹³. Lorsqu'un actionnaire est tenu de présenter une offre obligatoire ou procède par une offre volontaire de prise de contrôle¹¹¹⁴, il doit respecter les règles du prix minimum¹¹¹⁵ et du meilleur

1107 THALER, p. 44.

1108 THALER, p. 44.

1109 PHILIPPE (2021), n° 200; sur notre définition de la concentration de l'actionnariat, voir supra n° 131.

1110 Art. 19 al. 2 CO.

1111 FF 2014 7235, 7265; Kommentar UEV-GERICKE/WIEDMER, ad art. 1 OOPA, n° 4.

1112 Selon l'art. 1 OOPA: « la présente ordonnance a pour but d'assurer la loyauté et la transparence des offres publiques d'acquisition ainsi que l'égalité de traitement des investisseurs ». Voir également FF 2014 7325, 7265.

1113 Art. 135 al. 1 LIMF.

1114 Art. 9 al. 6 OOPA.

1115 Art. 135 al. 2 LIMF.

prix¹¹¹⁶. Ces deux règles, appliquées conjointement, assurent aux actionnaires minoritaires de pouvoir aliéner leurs actions en cas de changement de contrôle au même prix que l'actionnaire majoritaire¹¹¹⁷.

La règle du prix minimum oblige l'offrant à offrir aux destinataires de son offre de reprendre leurs titres de participation au prix le plus élevé entre le cours de bourse et le prix le plus élevé qu'il a payé dans les douze derniers mois pour acquérir des titres de participations de la société cible¹¹¹⁸. Sur cette base, l'offrant traite sur un pied d'égalité les destinataires de l'offre et les actionnaires aliénant leurs titres lors d'acquisitions préalables. Ainsi, si l'acquisition préalable vise une participation de contrôle, l'offrant étend le prix payé à l'actionnaire de contrôle à tous les destinataires de son offre. Il s'ensuit un paradoxe puisque tous les actionnaires se voient octroyer une « prime de contrôle » sans pour autant aliéner des participations conférant le contrôle. Nous pouvons nous demander si une telle situation se justifie. En effet, la réglementation en vigueur prévoit que tous les actionnaires sont traités de façon égale vis-à-vis du prix de l'offre, quand bien même ceux-ci sont dans des situations différentes. Ainsi, les actionnaires perçoivent une prime de contrôle indépendamment de leurs caractéristiques individuelles.

Sous l'ancien droit, la loi prévoyait un régime d'égalité de traitement relative, lequel permettait de payer à certains actionnaires exclusivement un prix légèrement plus élevé. La loi tenait compte du fait que les actionnaires pouvaient être dans des situations différentes, et en tenait compte lors de la détermination du prix de l'offre. L'offrant était donc autorisé à verser une prime de contrôle, dans une certaine mesure, sans enfreindre la règle du prix minimum¹¹¹⁹. L'aLBVM prévoyait à cet effet que le prix de l'offre devait être au moins égal au cours de bourse, mais pas inférieur de plus de 25 % au prix le plus élevé payé dans les douze derniers mois¹¹²⁰. L'ancien régime posait néanmoins des soucis d'équité, car il ne limitait pas le cercle des actionnaires qui pouvaient prétendre au versement d'une prime¹¹²¹.

1116 Art. 127 al. 2 LIMF et art. 10 OOPA.

1117 PETER/BOVEY, n° 317.

1118 Art. 135 al. 2 LIMF.

1119 PETER/BOVEY, n° 317.

1120 Art. 32 al. 4 aLBVM.

1121 Voir infra n° 529 ss.

- 502 En 2013, le législateur a interdit le versement d'une prime de contrôle dans le cadre d'une offre obligatoire ou volontaire de prise de contrôle¹¹²². Bien que le Conseil fédéral, à cette époque, ait parlé d'une « suppression pure et simple »¹¹²³, il s'agit en réalité d'une suppression partielle, car plusieurs mécanismes permettent encore le versement d'une prime. Par souci de compromis, le législateur a notamment maintenu la possibilité pour les sociétés cotées de prévoir une clause d'*opting-out*¹¹²⁴, laquelle permet de se soustraire au régime de l'offre obligatoire¹¹²⁵. L'offrant au bénéfice d'un *opting-out* peut ainsi effectuer son offre dans des conditions similaires à une offre volontaire pure, c'est-à-dire sans avoir à respecter la règle du prix minimum¹¹²⁶. En introduisant une clause d'*opting-out* dans les statuts, les actionnaires minoritaires renoncent donc à leur droit de co-vendre et, incidemment, à un traitement équitable eu égard au prix de l'offre¹¹²⁷. La règle du meilleur prix demeure néanmoins applicable. Les destinataires de l'offre sont ainsi protégés vis-à-vis d'une prime de contrôle qui serait versée à l'issue de l'offre.
- 503 L'abolition partielle de la prime de contrôle a ainsi achevé de scinder les pratiques. Les actionnaires des sociétés cotées se retrouvent face à un choix difficile. Restant soumis à la règle de l'offre obligatoire, l'actionnariat minoritaire bénéficie d'un traitement équitable vis-à-vis du prix offert et d'une possibilité de sortie s'ils désapprouvent le nouvel actionnaire au contrôle. La contrepartie de ces avantages est une recherche plus difficile de potentiels acquéreurs. Ces derniers ne disposent pas de fonds illimités. Dans certaines situations, concilier la valorisation escomptée par l'actionnaire de contrôle et son extension à tous les actionnaires en cas de franchissement du seuil de l'offre obligatoire est laborieux. À l'inverse, une clause d'*opting-out*, en limitant le versement d'une prime de contrôle à un cercle déterminé d'actionnaires, facilite la réalisation d'une acquisition en réduisant les coûts globaux de l'opération¹¹²⁸. Dans ce cas, les actionnaires minoritaires se rendent tou-

1122 FF 2011 6329, 6346; DAENIKER (2013), p. 178; LENGAUER, n° 9.14; THÉVENOZ/BOVEY, p. 241.

1123 FF 2011 6329, 6346.

1124 Art. 125 al. 3 et 4 LIMF.

1125 FF 2011 6329, 6346.

1126 Art. 125 al. 3 LIMF; Art. 9 al. 5 OOPA; PETER/BOVEY, n° 484 et 488.

1127 BAUM/VON DER CRONE, p. 425.

1128 SMITH, p. 554.

tefois vulnérables face à des offres coercitives et ne profitent plus de la possibilité de sortir à un prix équitable¹¹²⁹.

Le présent chapitre s'intéressera dans un premier temps aux éléments déclencheurs d'une OPA et à la possibilité de prévoir un *opting-out*¹¹³⁰. Cela étant fait, la règle du prix minimum et les primes de contrôle seront traitées¹¹³¹. À la suite d'une présentation de la problématique et des considérations dont il faut tenir compte, nous proposerons un nouveau système qui répond mieux aux intérêts des parties prenantes. 504

2. Les offres publiques d'acquisition et l'*opting-out*

I. L'offre obligatoire et l'offre volontaire de prise de contrôle

La réglementation suisse prévoit trois catégories d'offres publiques d'acquisition à savoir l'offre obligatoire, l'offre volontaire de prise de contrôle et l'offre volontaire pure¹¹³². Dans les trois cas, la règle du meilleur prix est applicable¹¹³³. La possibilité de verser une prime de contrôle après le déclenchement d'une OPA est dès lors limitée. En amont de l'offre, l'offrant est aussi empêché de verser une prime de contrôle à quelques actionnaires exclusivement lorsque la règle du prix minimum s'applique. Pour cette raison, nous commençons par analyser les offres obligatoires et volontaires de prise de contrôle, car elles représentent les deux cas d'application de la règle du prix minimum¹¹³⁴. 505

Selon l'art. 135 al. 1 LIMF, « quiconque, directement, indirectement ou de concert avec des tiers, acquiert des titres de participation qui, ajoutés à ceux qu'il détient, lui permettent de dépasser le seuil de 33⅓ % des droits de vote, pouvant être exercés ou non, de la société visée doit présenter une offre portant sur tous les titres de participation cotés de cette société »¹¹³⁵. Cette pre- 506

1129 PHILIPPE (2021), n° 841 ss.

1130 Voir infra n° 505 ss.

1131 Voir infra n° 528 ss.

1132 PETER/BOVEY, n° 229 et 484.

1133 Art. 10 OOPA; art. 127 al. 2 LIMF; art. 125 al. 3 a contrario LIMF.

1134 TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, n° 103 et 117.

1135 Comme nous le relevons dans notre chapitre sur la notion de contrôle, le seuil déclencheur de l'offre obligatoire a été établi en tenant compte d'un taux de représentation à l'assem-

mière hypothèse représente la forme principale d'offre obligatoire¹¹³⁶. Elle impose à celui ou celle qui dépasse ce seuil de présomption de contrôle d'offrir à tous les actionnaires un droit de sortie, par l'achat de leurs actions¹¹³⁷. La société peut prévoir un *opting-up*, rehaussant le seuil déclencheur de l'offre jusqu'à 49 % des droits de vote¹¹³⁸.

- 507 En sus de la règle principale, retrouvée à l'art. 135 al. 1 LIMF, le législateur a prévu deux autres hypothèses d'offres obligatoires¹¹³⁹. La première, lorsqu'un actionnaire dépasse le seuil de 50 % des droits de vote, pour autant que celui-ci détenait déjà plus de 33⅓ % des droits de vote au 1^{er} janvier 1998¹¹⁴⁰. La seconde, lorsqu'un actionnaire disposait déjà d'une participation supérieure à 50 % des droits de vote au 1^{er} janvier 1998, mais qui l'a abaissée en dessous de ce seuil pour le refranchir vers le haut *a posteriori*¹¹⁴¹. Concernant cette dernière hypothèse, la doctrine majoritaire relève que cette obligation supplémentaire, prévue par voie d'ordonnance, outrepassa le mandat législatif conféré par la LIMF¹¹⁴². Le Tribunal fédéral, et plus récemment la COPA, ont tous deux laissé ouverte cette question¹¹⁴³. Poursuivant le principe de prudence, en l'absence d'une décision finale, les assujettis doivent partir du principe qu'ils sont également soumis à l'obligation de présenter une offre dans ce cas.

blée générale d'environ 67 % des droits de vote. Toutefois, puisqu'il s'agit d'un seuil fixe, il existe des cas de contrôle de fait qui ne déclencheront pas d'offre obligatoire. Voir à ce sujet supra n° 123; voir également TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, n° 41; VON DER CRONE (2020), § 33 n° 2378.

1136 CHABLOZ (2018), p. 270.

1137 PETER/BOVEY, n° 231; VON DER CRONE (2020), § 33 n° 2377.

1138 Art. 135 al. 1 2^e phrase LIMF; GLATTHAAR/BERNET/LUNGINBÜHL, p. 23 s.

1139 TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, n° 40.

1140 Art. 163 al. 1 LIMF; relevons que la date pertinente du 1^{er} février 1997 à l'art. 163 al. 1 LIMF est une erreur du législateur qui s'est référé à la date d'entrée en vigueur de l'aLBVM plutôt qu'à celle de l'introduction de l'obligation de présenter une offre, soit le 1^{er} janvier 1998. Voir notamment, Recommandation 0240/01 dans l'affaire Unaxis Holding AG du 27 juin 2005, c. 6; Décision 604/1 dans l'affaire Cassiopea S.p.A du 8 juin 2015, c. 2; Décision 795/01 dans l'affaire Roche Holding AG du 4 novembre 2021, c. 2.2; voir également GLATTHAAR/BERNET/LUNGINBÜHL, p. 24; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, n° 40.

1141 Art. 37 OIMF-FINMA.

1142 Art. 135 al. 4 LIMF; FELDMANN, p. 153; KÖPFLI, p. 150 s.; BSK FINMAG/FinfraG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER/BRÖNNIMANN, ad art. 163 LIMF, n° 15; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, n° 40; VON DER CRONE (1997), n° 56 s.

1143 ATF 130 II 530, c. 5.1.3; Décision 795/01 dans l'affaire Roche Holding AG du 4 novembre 2021, c. 2.4.3.

La règle du prix minimum est applicable encore en cas d'offre volontaire « de prise de contrôle »¹¹⁴⁴. Cette notion appréhende le cas d'un offrant qui n'a pas encore dépassé le seuil de l'offre obligatoire, mais qui le dépassera par l'acquisition de nouvelles actions¹¹⁴⁵. Bien qu'il ne soit pas encore soumis à l'offre obligatoire, l'acquisition à venir le faisant dépasser le seuil, il revient à cet actionnaire de déclarer une offre portant sur l'entier des actions¹¹⁴⁶. 508

Le calcul de l'art. 135 al. 1 LIMF s'opère sur la base de l'entier des participations détenues par l'offrant, peu importe que les titres de participation soient détenus directement, indirectement ou qu'ils soient exerçables¹¹⁴⁷. Toutefois, les droits d'options ne sont en principe pas comptabilisés, à moins qu'ils ne soient utilisés à des fins de contournement dans une tentative de prise de contrôle sur la société¹¹⁴⁸. 509

Finalement, le dénominateur correspond à l'ensemble des droits de vote inscrits au registre du commerce¹¹⁴⁹. La base de calcul inclut donc également les actions propres détenues par la société¹¹⁵⁰, bien que le droit de vote lié soit suspendu¹¹⁵¹. À l'inverse, les actions émises qui n'ont pas encore été inscrites au registre du commerce ne sont pas comptabilisées¹¹⁵². Cette méthode de comptabilisation peut dans certains cas distordre la réalité économique sous-jacente. Puisque les actions propres détenues par la société ne sont pas déduites, la participation effective de l'offrant peut dans certains cas être sous-évaluée¹¹⁵³. Inversement, lorsque des actions sont acquises par suite d'une augmentation ordinaire ou conditionnelle, la participation effective sera surévaluée jusqu'à l'inscription au registre du commerce¹¹⁵⁴. Dans ce dernier cas, la notification au registre du commerce doit avoir lieu au plus tard dans les trois mois suivant la clôture de l'exercice. Dans ce cas, 510

1144 Art. 9 al. 6 OOPA; PHILIPPE (2021), n° 835.

1145 Art. 9 al. 6 OOPA.

1146 PETER/BOVEY, n° 232.

1147 Art. 135 al. 1 LIMF.

1148 Recommandation 0293/02 du 31 octobre 2006 dans l'affaire Saurer AG, c. 3.2.3.1; GLATTHAAR/BERNET/LUGINBÜHL, p. 30; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, n° 72 s.; SK FinfraG-BARTHOLD/SCHILTER, ad art. 135 LIMF, n° 15 s.

1149 Art. 34 al. 1 OIMF-FINMA.

1150 CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 19; GLATTHAAR/BERNET/LUGINBÜHL, p. 25; PETER/BOVEY, n° 266; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, n° 67.

1151 Art. 659a al. 1 CO.

1152 CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 20.

1153 TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, n° 67.

1154 CR CO-II-BAHAR, ad art. 135 LIMF, n° 20.

si la participation d'un actionnaire franchit temporairement le seuil jusqu'à la réquisition d'inscription, il est possible de demander une dérogation à l'obligation de présenter une offre auprès de la COPA¹¹⁵⁵.

II. L'*opting-out*

- 511 De nos jours, le principe de l'offre obligatoire occupe une position centrale et incontestée en matière de protection des actionnaires minoritaires au sein des sociétés cotées¹¹⁵⁶. Cela n'a toutefois pas été toujours le cas. Ce principe fit l'objet de nombreuses controverses et débats lors de son élaboration¹¹⁵⁷, et encore plus lors de son introduction en 1997¹¹⁵⁸. Le projet initial de l'aLBVM prévoyait une soumission volontaire des sociétés cotées à l'offre obligatoire¹¹⁵⁹. Finalement, le législateur a privilégié une approche inversée en imposant le principe de l'offre obligatoire à tous les assujettis, moyennant la possibilité de s'en soustraire par une clause statutaire¹¹⁶⁰.
- 512 Les sociétés cotées peuvent ainsi se soustraire au régime de l'offre obligatoire en introduisant une clause d'*opting-out* dans leurs statuts¹¹⁶¹. Dans ce cas, un offrant peut acquérir des titres de participations sans être soumis au régime de l'offre obligatoire¹¹⁶². Si celui-ci souhaite tout de même lancer une offre publique d'acquisition, il pourra s'exécuter aux conditions d'une offre volontaire pure et par conséquent se soustraire à la règle du prix minimum¹¹⁶³.

1155 Art. 136 al. 1 let. c LIMF.

1156 CR CO II-BAHAR, ad art. 125 LIMF, n° 3 ss.

1157 CHABLOZ (2005), p. 117 s.; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, n° 75.

1158 BSK FINMAG/FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, ad art. 125 LIMF, n° 21; GERHARD/NIKITINE, p. 173.

1159 FF 1993 I 1269, 1312.

1160 Art. 22 al. 2 et 3 aLBVM; PETER/BOVEY, n° 446.

1161 Art. 125 al. 3 LIMF.

1162 Art. 125 al. 3 LIMF.

1163 PETER/BOVEY, n° 485 et 488. Il n'est ainsi pas étonnant que les clauses d'*opting-out* soient principalement retrouvées dans les sociétés ayant un actionnariat concentré. Voir à ce sujet supra Tableau 7.

1. Conditions d'introduction

1.1 L'*opting-out* initial ou ultérieur

La réglementation actuelle permet de prévoir une clause d'*opting-out* en tout temps¹¹⁶⁴. La COPA, à l'image de la systématique légale¹¹⁶⁵, reconnaît cependant deux procédures distinctes¹¹⁶⁶ selon que l'*opting-out* soit introduit dans les statuts avant¹¹⁶⁷ ou après l'introduction en bourse¹¹⁶⁸. 513

Lorsque la clause d'*opting-out* est incorporée avant l'introduction en bourse, celle-ci est qualifiée d'*opting-out* initial¹¹⁶⁹. Dans ce cas, la COPA ne revoit pas la validité de la clause, à l'exception des cas de nullité¹¹⁷⁰. L'introduction de la clause, en tant que modification statutaire, demeure soumise au droit privé¹¹⁷¹. Dès lors, sauf disposition contraire, la décision portant sur son introduction est soumise à l'exigence d'une majorité absolue¹¹⁷². À l'instar des autres modifications statutaires, la clause d'*opting-out* ne déploie des effets qu'à partir de son inscription au registre du commerce¹¹⁷³. Cette clause ne déployant pas d'effet rétroactif, un actionnaire qui dépasse le seuil avant l'inscription sera tenu de présenter une offre¹¹⁷⁴. Finalement, en tant que décision de l'assemblée générale, cette modification statutaire peut tout de même être contestée par l'entremise de l'action en annulation¹¹⁷⁵. 514

La COPA reconnaît encore deux hypothèses pour lesquelles elle ne revoit pas la validité des clauses. Une première lorsque l'adoption d'une clause 515

1164 Art. 125 al. 4 LIMF; DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, § 16 n° 72.

1165 AREF/VON DER CRONE, p. 734.

1166 Décision 765/01 du 13 juillet 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.1; Décision 594/01 du 5 mars 2015 dans l'affaire Sika AG, c. 1.2.2.

1167 Art. 125 al. 3 LIMF.

1168 Art. 125 al. 4 LIMF.

1169 Décision 782/01 du 19 mars 2021 dans l'affaire VT5 Acquisition Company AG c. 3.1; Décision 765/01 du 13 juillet 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.1.

1170 Décision 782/01 du 19 mars 2021 dans l'affaire VT5 Acquisition Company AG c. 3.1; Décision 765/01 du 13 juillet 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.1.

1171 L'introduction d'une clause d'*opting-out* est une modification statutaire qui constitue une compétence intransmissible de l'assemblée générale au sens de l'art. 698 al. 2 ch. 1 CO.

1172 Art. 703 al. 1 CO, 704 al. 1 a contrario CO; dans ce sens, CR CO-II-BAHAR, ad art. 125 LIMF, n° 55; SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER, ad art. 125 LIMF, n° 24; BAUM/VON DER CRONE, p. 423; CHABLOZ (2018), p. 273; GLATTHAAR/BERNET/LUGINBÜHL, p. 25; PETER/BOVEY, n° 453; PIL-LIONNEL, p. 274 et n° 40.

1173 Art. 647 CO.

1174 Recommandation 011/01 du 27 mai 1998 dans l'affaire Hottinger Züri Valore AG, c. 2.

1175 Art. 706 et 706a CO.

d'*opting-out* a eu lieu après l'introduction en bourse, mais avant l'entrée en vigueur de l'aLBVM, ou durant le délai transitoire de deux ans qui figurait à l'art. 53 aLBVM¹¹⁷⁶. Dans ce cas, la clause est assimilable à un *opting-out* initial au sens de l'art. 125 al. 3 LIMF¹¹⁷⁷. La seconde concerne la scission d'une société cotée qui disposait déjà d'une clause d'*opting-out*¹¹⁷⁸. Dans ce cas également, lorsque la partie du patrimoine scindé est intégrée dans une société nouvellement constituée, une clause d'*opting-out* peut être prévue dans les statuts à la fondation sans que la COPA en vérifie la validité¹¹⁷⁹.

- 516 Lorsqu'une société cotée décide d'introduire une clause d'*opting-out* dans ces statuts, la COPA la qualifie d'*opting-out* ultérieur¹¹⁸⁰. Ces clauses d'*opting-out* sont soumises à des conditions de validité supplémentaires découlant du fait qu'elles ne doivent pas porter préjudice au sens de l'art. 706 CO¹¹⁸¹.
- 517 Selon la COPA, il est présumé qu'un *opting-out* ultérieur ne porte pas préjudice aux actionnaires de la société si, en plus d'avoir été valablement approuvé¹¹⁸², deux conditions supplémentaires sont remplies. D'abord, les actionnaires doivent être informés sur les conséquences futures de la clause en toute transparence¹¹⁸³. Enfin, la décision doit être approuvée également par la majorité des actionnaires minoritaires¹¹⁸⁴.

1176 Décision 594/01 du 5 mars 2015 dans l'affaire Sika AG, c. 1.2.2; Recommandation 324/01 du 8 août 2007 dans l'affaire Société Bancaire Privée S.A., c. 1.1; OFK FinfraG/BEG-VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, ad art. 125 LIMF, n° 10. Il s'agit donc des clauses d'*opting-out* introduites jusqu'au 31 décembre 2000.

1177 Décision 610/01 du 21 juillet 2015 dans l'affaire Schindler Holding AG, c. 1; Décision 594/01 du 5 mars 2015 dans l'affaire Sika AG, c. 1.2.2; Recommandation 0324/01 du 8 août 2007 dans l'affaire Société Bancaire Privée S.A., c. 1.1.

1178 OFK FinfraG/BEG-VOGEL/HEIZ/LUTHIGER, ad art. 125 LIMF, n° 11.

1179 Décision 556/02 du 24 février 2014 dans l'affaire Walter Meier AG / WM Technologie AG, c. 5.

1180 Décision 774/01 du 2 février 2021 dans l'affaire PIERER Mobility AG, c. 2.1; Décision 765/01 du 13 juillet 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.1.

1181 CHABLOZ (2018), p. 273; PETER/BOVEY, n° 460.

1182 Art. 703 al. 1 CO.

1183 Décision 774/01 du 2 février 2021 dans l'affaire PIERER Mobility AG, c. 2.1; Décision 765/01 du 13 juillet 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.1; Décision 745/02 du 28 janvier 2020 dans l'affaire LEM Holding SA, c. 4.2; Décision 686/01 du 20 mars 2018 dans l'affaire Addex Therapeutics Ltd, c. 1.1; Décision 600/01 du 22 avril 2015 dans l'affaire Kaba Holding AG, c. 1.1.

1184 Décision 774/01 du 2 février 2021 dans l'affaire PIERER Mobility AG, c. 2.1; Décision 765/01 du 13 juillet 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.1; Décision 745/02 du 28 janvier 2020 dans l'affaire LEM Holding SA, c. 4.2; Décision 686/01 du 20 mars 2018 dans l'affaire Addex Therapeutics Ltd, c. 1.1; Décision 600/01 du 22 avril 2015 dans l'affaire Kaba Holding AG, c. 1.1.

Concernant le critère de la transparence, la COPA a établi plusieurs conditions afin d'y satisfaire. Ses effets sur les différents groupes d'actionnaires doivent être étayés¹¹⁸⁵. Il s'agit notamment d'informer sur la suppression de l'obligation de présenter une offre et incidemment du droit de sortie des actionnaires. Mais encore, les intentions de celui qui en requiert l'adoption et des actionnaires de contrôle qui pourraient en bénéficier doivent être divulguées¹¹⁸⁶. Ces informations portent aussi bien sur le contexte général entourant l'adoption de la clause que sur une potentielle transaction à venir dans un futur proche. Ces informations doivent parvenir aux actionnaires dans la convocation à l'assemblée générale au cours de laquelle l'adoption de l'*opting-out* sera soumise à un vote et être répétées au cours de celle-ci¹¹⁸⁷. 518

La condition de la majorité de la minorité des actionnaires a récemment été éclaircie par la COPA quant à la procédure à respecter¹¹⁸⁸. Cet éclaircissement porte sur la qualité d'actionnaire minoritaire et sur la procédure de comptabilisation des voix¹¹⁸⁹. Selon la COPA, sont considérés comme des actionnaires minoritaires, les actionnaires qui détiennent directement, indirectement ou de concert avec des tiers moins de 33⅓ % des droits de vote dans la société et qui ne sont pas à l'origine de la requête visant à introduire un *opting-out* dans la société¹¹⁹⁰. De ce fait, un actionnaire majoritaire qui détient plus de 33⅓ % des droits de vote, mais qui n'est pas le bénéficiaire d'une clause d'*opting-out*, ne peut pas prendre part au vote¹¹⁹¹. 519

Concernant la comptabilisation des voix, à l'instar du vote général de tous les actionnaires, le vote de la minorité, sauf convention contraire, est soumis à l'exigence d'une majorité absolue¹¹⁹². Selon une pratique constante de la COPA, cette majorité se calcule sur la base des voix représentées à l'assem- 520

1185 Décision 774/01 du 2 février 2021 dans l'affaire PIERER Mobility AG, c. 2.2.

1186 Décision 774/01 du 2 février 2021 dans l'affaire PIERER Mobility AG, c. 2.2.

1187 Décision 774/01 du 2 février 2021 dans l'affaire PIERER Mobility AG, c. 2.2; Décision 765/01 du 13 juillet 2020 dans l'affaire MCH Group AG, cons. 3.2.

1188 Nous relevons à titre indicatif que la Décision 765/02 du 20 août 2020 dans l'affaire MCH Group AG porte sur l'adoption d'une clause d'*opting-up*. Toutefois la COPA rappelle dans cette décision que les effets d'un *opting-up* se rapprochent suffisamment des *opting-out* pour que les conditions à leur introduction respective suivent des règles de validité similaires. Voir sur ce point, Décision 765/01 du 13 juillet 2020 dans l'affaire MCH Group AG c. 3.1.

1189 Décision 765/02 du 20 août 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.4.1.2 et c. 3.4.2.

1190 Décision 765/02 du 20 août 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.4.1.2.

1191 Décision 765/02 du 20 août 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.4.1.2.

1192 Décision 765/02 du 20 août 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.4.2.2.

blée générale¹¹⁹³. Finalement, le décompte des voix des actionnaires minoritaires ne nécessite pas un vote séparé. Il suffit de ségréguer les voix des minoritaires dans le cadre du vote général sur l'adoption de la clause afin de procéder au calcul¹¹⁹⁴.

1.2 L'*opting-out* général ou sélectif

- 521** Lorsque la société décide d'introduire une clause d'*opting-out*, elle doit également se prononcer sur sa portée. À ce titre, la COPA distingue deux portées à une clause d'*opting-out*.
- 522** Un *opting-out* peut être général. Il en est ainsi lorsque tous les actionnaires peuvent s'en prévaloir, et ce indépendamment d'une transaction donnée¹¹⁹⁵. Cette forme d'*opting-out* est la plus communément retrouvée dans les statuts des sociétés. D'après nos données, sur les 54 sociétés qui prévoient actuellement un *opting-out*¹¹⁹⁶, 52 d'entre elles (96 %) prévoient un *opting-out* général¹¹⁹⁷.
- 523** Les *opting-out* généraux, ironiquement, concrétisent une égalité de traitement absolue des actionnaires, tout en causant une atteinte plus forte sur leurs droits. En effet, l'*opting-out* s'applique à tout actionnaire qui est soumis à l'obligation de présenter une offre. Tout acquéreur de titres est donc traité sur un pied d'égalité vis-à-vis de l'obligation de présenter une offre. Toutefois, comme l'a relevé de manière convaincante la COPA, cette forme d'*opting-out* implique que les actionnaires renoncent intégralement à leur droit de sortie en cas de changement de contrôle¹¹⁹⁸.
- 524** Un *opting-out* peut à l'inverse être sélectif. Cette forme d'*opting-out* qualifie les clauses qui prévoient une exemption seulement pour des actionnaires

1193 Décision 765/02 du 20 août 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.4.2.2; Décision 745/02 du 28 janvier 2020 dans l'affaire LEM Holding SA, c. 4.2.2; Décision 539/01 du 24 juin 2013 dans l'affaire Logan Capital AG, c. 1.2.

1194 Décision 765/02 du 20 août 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.4.2.2; Décision 539/01 du 24 juin 2013 dans l'affaire Logan Capital AG, c. 1.2.

1195 BSK FINMAG/FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, ad art. 125 LIMF, n° 18.

1196 Le nombre de sociétés prévoyant un *opting-out* est relativement stable. Une proportion similaire était retrouvée dans les travaux de recherches de THÉVENOZ/ROOS (2015), p. 37 s.

1197 Voir supra Tableau 6.

1198 Décision 765/01 du 13 juillet 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.4.1; Décision 686/01 du 20 mars 2018 dans l'affaire Addex Therapeutics SA, c. 1.4; Décision 600/01 du 22 avril 2015 dans l'affaire Kaba Holding AG, c. 1.4.2.

déterminés ou en vue d'une transaction donnée¹¹⁹⁹. La pratique de la COPA opère une distinction entre les *opting-out* matériellement ou formellement sélectifs¹²⁰⁰. Un *opting-out* est formellement sélectif lorsqu'il est rédigé en faveur d'un actionnaire déterminé et mentionné expressément dans les statuts¹²⁰¹. À l'inverse, un *opting-out* est matériellement sélectif lorsqu'il est rédigé comme un *opting-out* général, mais vise en réalité un actionnaire ou une transaction déterminée¹²⁰². Dans un cas comme dans l'autre, les actionnaires ne renoncent que partiellement à leur droit, puisqu'ils octroient une exemption à un cercle restreint d'actionnaires ou dans des transactions déterminées¹²⁰³.

Historiquement, les clauses *opting-out* sélectives étaient interdites par la aCFB, laquelle se fondait sur un silence qualifié du législateur, ce dernier n'ayant pas explicitement prévu cette possibilité¹²⁰⁴. La COPA s'est toutefois départie de cette pratique pour finalement autoriser les *opting-out* sélectifs lorsque, en dépit de l'inégalité de traitement occasionnée, l'intérêt de la société le justifie¹²⁰⁵. Il en va ainsi notamment lorsqu'un *opting-out* sélectif est rédigé en faveur d'un actionnaire qui réinjecte des fonds propres dans une société en proie à des difficultés financières¹²⁰⁶. 525

2. Effets sur la détermination du prix de l'offre

En excluant l'application des art. 135 et 163 LIMF¹²⁰⁷, l'introduction d'une clause d'*opting-out* dans les statuts engendre deux conséquences principales. Dans un premier temps, les actionnaires minoritaires ne disposent 526

1199 BSK FINMAG/FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, ad art. 125 LIMF, n° 18; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, n° 1404.

1200 Décision 600/01 du 22 avril 2015 dans l'affaire Kaba Holding AG, c. 1.4.2.

1201 Décision 686/01 du 20 mars 2018 dans l'affaire Addex Therapeutics SA, c. 1.4.

1202 Décision 600/01 du 22 avril 2015 dans l'affaire Kaba Holding AG, c. 1.4.2; Décision 440/01 du 4 juin 2010 dans l'affaire COS Computer Systems AG, c. 2.1.

1203 Décision 765/01 du 13 juillet 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.4.1.

1204 La première interdiction d'une clause d'*opting-out* formellement sélective relève de l'aCFB, voir Décision de la CFB du 23 juin 2000 dans l'affaire Esec Holding AG, c. 3. Cette interdiction a ensuite été reprise par la COPA concernant les *opting-out* matériellement sélectifs, voir notamment Décision 437/01 du 4 mars 2010 dans l'affaire CI Com SA, c. 2.1.

1205 Décision 686/01 du 20 mars 2018 dans l'affaire Addex Therapeutics SA, c. 1.4; Décision 600/01 du 22 avril 2015 dans l'affaire Kaba Holding AG, c. 1.4.2.

1206 Décision 765/01 du 13 juillet 2020 dans l'affaire MCH Group AG, c. 3.4.2.

1207 Art. 125 al. 3 LIMF.

plus d'un droit de sortie *ex lege* en cas de changement de contrôle¹²⁰⁸. L'offrant n'a en effet plus l'obligation de déclencher une offre publique d'acquisition lorsqu'il dépasse le seuil de l'offre obligatoire. Les actionnaires minoritaires perdent, sur ce point, un volet de protection important contre l'incertitude liée à un changement de contrôle¹²⁰⁹.

- 527 Dans un second temps, et cela en étant intimement lié à la perte de leur droit de sortie¹²¹⁰, les actionnaires minoritaires ne peuvent plus se prévaloir de la règle du prix minimum¹²¹¹. Pour rappel, l'offrant est en principe tenu d'offrir le prix le plus élevé entre le cours de bourse¹²¹² et le prix le plus élevé qu'il a payé pour des actions de la société visée dans les douze mois précédant la publication de son offre ou de l'annonce préalable¹²¹³. L'hypothèse du prix le plus élevé offert dans les douze derniers mois constitue la principale entrave au versement d'une prime de contrôle. De ce fait, le prix négocié en amont de l'offre pour l'acquisition du bloc d'actions de contrôle devra être étendu à l'ensemble de l'actionnariat dans le cadre de l'offre¹²¹⁴. En présence d'un *opting-out*, l'offrant peut déclencher une OPA aux conditions d'une offre volontaire pure, et par conséquent sans avoir à appliquer la règle du prix minimum¹²¹⁵. La prime de contrôle est donc attribuable à un cercle restreint d'actionnaires exclusivement¹²¹⁶. L'illustration la plus récente et la plus médiatisée de ce mécanisme est vraisemblablement l'affaire Sika. Dans cette affaire, la famille fondatrice s'était vu offrir, en vue de l'acquisition de sa participation, une prime de contrôle d'environ 80 % par rapport au cours de bourse¹²¹⁷.

1208 BSK FINMAG/FinfraG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, ad art. 125 LIMF, n° 20; CR CO-II-BAHAR, ad art. 125 LIMF, n° 69; BAUM/VON DER CRONE, p. 425; PETER/BOVEY, n° 451.

1209 FF 1993 I 1269, 1317.

1210 TSCHÄNI/DIEM, p. 40.

1211 Art. 125 al. 3 et 4 LIMF et art. 135 al. 2 LIMF; CR CO-II-BAHAR, ad art. 125 LIMF, n° 69; JENNY, p. 234; PHILIPPE (2021), n° 207; PETER/BOVEY, n° 451; SCHENKER (2009), p. 531 s.

1212 Art. 135 al. 2 let. a LIMF.

1213 Art. 135 al. 2 let. b LIMF et 8 al. 3 let. a OOPA.

1214 TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, n° 104.

1215 CR CO-II-BAHAR, ad art. 125 LIMF, n° 52.

1216 CHABLOZ (2018), p. 274.

1217 CHABLOZ (2018), p. 278.

3. Réflexions sur les primes de contrôle

Les primes de contrôle sont sujettes à de nombreuses critiques. Le débat qui les entoure a très peu évolué depuis leur introduction dans l'aLBVM, et ce en dépit de leur abolition en 2013. Fondamentalement, leur bien-fondé dépend de plusieurs facteurs qui peuvent être regroupés afin de mettre en balance leurs avantages et leurs inconvénients. 528

1. La structure actionnariale

De manière générale, le point de départ de la réflexion sur les primes de contrôle a toujours été la composition de l'actionnariat¹²¹⁸. La prime de contrôle est censée rétribuer la passation du contrôle d'un ou de plusieurs actionnaires originaux à un acquéreur. À cet effet, la définition proposée par DOMBRET est tout à fait pertinente, à savoir « la part de la valeur d'acquisition qui excède sa valeur de marché avant la transaction ayant permis d'acquérir le contrôle »¹²¹⁹. De ce point de vue, la réflexion du Conseil fédéral en 2011, lorsqu'il proposait de supprimer la prime de contrôle, était convaincante¹²²⁰. Le versement d'une prime de contrôle pour l'acquisition d'un bloc d'actions qui n'octroyait pas le contrôle de la société n'était en effet pas soutenable¹²²¹. Ce sentiment était d'ailleurs partagé par une majorité du public à la suite d'affaires, telles que Quadrant et Harwanne, qui s'étaient succédé en 2009¹²²². 529

L'affaire Quadrant s'inscrit en Suisse comme l'événement ayant influencé la volonté du législateur et du public de se désengager des primes de contrôle¹²²³. En cause dans cette affaire, quatre administrateurs de la société Quadrant disposaient individuellement d'actions qui, additionnées, se montaient à une participation globale de 15,7 % du capital-actions. Aussi bien individuellement qu'ensemble, ces quatre administrateurs ne contrôlaient 530

1218 BOHRER/KUBLI, p. 908; CHABLOZ (2018), p. 271 s.; CHOI, p. 60; PHILIPPE (2021), n° 840; SMITH, p. 545; VALIANTE/DE MANUEL ARAMENDÍA, p. 142.

1219 DOMBRET, p. 10.

1220 FF 2011 6329, 6339.

1221 FF 2011 6329, 6339.

1222 THÉVENOZ/BOVEY, p. 240.

1223 CHABLOZ (2018), p. 277; PETER/BOVEY, n° 359; PHILIPPE (2021), n° 844; THÉVENOZ/BOVEY, p. 240.

pas Quadrant. Ils vendirent en marge d'une offre obligatoire leurs actions à l'offrant pour un montant de CHF 114.50 par actions¹²²⁴. Dans l'intervalle entre cette première acquisition préalable et l'offre, d'autres actionnaires, pour une participation totale de 11,13 % des droits de vote, aliénèrent cette fois-ci leurs actions à l'offrant au prix de CHF 104.50 par actions¹²²⁵. Finalement, dans le cadre de son offre, l'offrant fixa le prix de son offre à CHF 86.– par action¹²²⁶. Les quatre administrateurs, pour leur participation certes non négligeable, mais pas non plus suffisante pour contrôler la société, percurent une prime de contrôle de 24,9 % par rapport au prix de l'offre¹²²⁷. Cette différence entre le prix offert dans le cadre des acquisitions préalables et celui offert aux destinataires de l'offre a été vivement critiquée¹²²⁸.

- 531 Dans l'affaire Harwanne, l'offrant avait également racheté au préalable les actions de trois groupes d'actionnaires distincts détenant respectivement 21,48 %, 14,16 % et 6,63 % des droits de vote pour un montant de CHF 3.45 par action¹²²⁹. Par la suite, l'offrant avait offert aux destinataires de son offre un prix de CHF 2.60 par action. Ce dernier prix était très légèrement au-dessus de la limite du prix minimum et donc de l'art. 32 al. 4 aLBVM (CHF 2.59)¹²³⁰. À la suite d'une première approbation par la COPA de ce prix, deux actionnaires qualifiés interpellèrent la COPA sur ce montant¹²³¹. À ce titre, ces actionnaires ne critiquaient pas directement la prime versée dans le cadre des acquisitions préalables, mais plutôt l'estimation en bourse de leur titre du fait d'un manque de liquidité¹²³². À la suite d'une décision de la COPA en faveur de ces derniers et d'une décision de la FINMA¹²³³ la confirmant, l'offrant accepta, dans le cadre d'une transaction extrajudi-

1224 Décision 410/01 du 29 mai 2009 dans l'affaire Quadrant AG, c. 3.3.

1225 Décision 410/01 du 29 mai 2009 dans l'affaire Quadrant AG, c. 3.3.

1226 Décision 410/01 du 29 mai 2009 dans l'affaire Quadrant AG, c. 3.2.

1227 Décision 410/01 du 29 mai 2009 dans l'affaire Quadrant AG, c. 3.3.

1228 THÉVENOZ/BOVEY, p. 240.

1229 Décision 403/01 du 26 février 2009 dans l'affaire Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA, c. 4.2.2.

1230 Décision 403/01 du 26 février 2009 dans l'affaire Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA, c. 4.2.2.

1231 Décision 403/02 du 16 mars 2009 dans l'affaire Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA.

1232 Décision 403/02 du 16 mars 2009 dans l'affaire Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA, c. 2.

1233 Décision du comité des offres publiques d'acquisition de la FINMA du 6 avril 2009 dans l'affaire Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA.

ciaire, de payer aux deux actionnaires qualifiés un montant de CHF 3.45 par action¹²³⁴.

Dans un cas comme dans l'autre, l'attribution d'une prime de contrôle apparaissait choquante et injustifiée compte tenu de l'acquisition de blocs d'actions minoritaires dans la société¹²³⁵. La problématique sous-jacente pointée du doigt était le versement d'une prime de contrôle dans une structure actionnariale ne présentant pas d'actionnaire de contrôle. De manière générale, la structure de l'actionnariat influence de manière déterminante le statut des actionnaires. Or, en matière de prime de contrôle, le critère déterminant afin d'analyser l'égalité de traitement entre les actionnaires est justement leur statut. Une bonne application du principe de l'égalité de traitement veut que les actionnaires dans une même situation soient traités de la même manière, tandis que ceux dans une situation différente le soient différemment. En partant de cette conception, si tous les actionnaires occupent un même statut, ceux-ci doivent être traités de la même manière par l'offrant. En revanche, si les actionnaires ne participent pas de la même manière à la gestion de la société, ceux-ci ne devraient pas être traités de la même manière.

L'affaire Quadrant représentait fidèlement ce qui est qualifié d'actionnariat dispersé dans le cadre de cette contribution. Tous les actionnaires qui avaient aliéné leurs actions avant l'annonce de l'offre détenaient des participations relativement faibles. Les actionnaires n'agissaient pas de manière concertée, ce qui les empêchait d'exercer un réel contrôle sur la société. Dans cette configuration, les actionnaires occupaient un même statut. Une décision à l'assemblée générale ne pouvait pas être approuvée sans que ceux-ci trouvent un accord entre les actionnaires.

L'affaire Harwanne, quant à elle, correspondait à un actionnariat concentré, mais où le critère du contrôle faisait défaut. Le versement d'une prime de contrôle, dans cette situation, était également discutable. Certains actionnaires détenaient en effet des participations importantes, par exemple l'actionnaire détenant 21,48% des droits de vote. Néanmoins, puisque les principaux actionnaires n'agissaient pas de manière concertée, leurs participations, individuellement, ne suffisaient pas à établir un contrôle sur la société. Dans ce cas, une décision à l'assemblée générale pouvait probable-

1234 JENNY, p. 253.

1235 PHILIPPE (2021), n° 847; THÉVENOZ/ROOS (2011), p. 616.

ment être approuvée en cas d'accord entre les quelques actionnaires importants. Néanmoins, aucun de ces derniers ne pouvait réellement prétendre à un contrôle sur la société, car ils étaient soumis à l'incertitude de ne pas trouver un accord.

- 535 En tenant compte des considérations précédemment soulevées, les sociétés disposant d'un actionnariat à tendance dispersée ou, au contraire, concentrée, fonctionnent selon des modèles décisionnels radicalement différents¹²³⁶. Dans un actionnariat dispersé, aucun actionnaire ne contrôle la prise de décisions au sein de la société. De ce fait, les actionnaires participent ensemble, en proportion de leur participation, à la prise de décision. Ils occupent ainsi tous une fonction similaire au sein de la société. Un traitement différencié vis-à-vis du prix d'acquisition qui leur est concédé pour leurs actions apparaît dès lors difficilement justifiable¹²³⁷.
- 536 Un même constat se répète concernant un actionnariat qui est concentré, mais où le contrôle d'un actionnaire fait défaut. Dans cette hypothèse, le cercle d'actionnaires prenant part aux négociations est réduit, mais il demeure une incertitude quant à l'issue de celles-ci. Ces actionnaires importants ne peuvent donc pas prétendre à l'exercice d'un contrôle stable et durable sur la société.
- 537 À l'inverse, dans un actionnariat concentré et contrôlé, un actionnaire peut prendre la majorité des décisions sans se concerter avec les autres plus petits actionnaires. Dans ce cas, deux groupes d'actionnaires coexistent. Le premier prend part activement à la gestion de la société. Le second ne peut pas exercer d'influence sur la prise de décision et est incidemment relégué au rang d'investisseur passif. Ici, un traitement différencié vis-à-vis du prix d'acquisition paraît déjà plus soutenable compte tenu du statut différent qui est attribué aux deux groupes d'actionnaires¹²³⁸.
- 538 Dans cette sous-partie, ces structures actionnariales seront analysées afin d'en comparer le fonctionnement. Cette analyse permettra de déterminer si la structure actionariale peut justifier un traitement inégal entre les actionnaires vis-à-vis du prix d'acquisition¹²³⁹.

1236 Pour une analyse complète de la gestion des sociétés cotées selon la structure de l'actionnariat, voir PHILIPPE (2021), n° 85 ss.

1237 Voir infra n° 539 ss.

1238 Voir infra n° 543 ss.

1239 Dans un ordre d'idées similaire, voir JENTSCH (2022), p. 468. Cet auteur ouvre également le débat sur la prise en compte de la structure actionariale des sociétés dans la régumenta-

1. L'actionnariat dispersé

Lorsque l'actionnariat est dispersé, aucun actionnaire ne détient de participation significative. Une structure décisionnelle proche de la société ouverte au public de BERLE et MEANS est ainsi retrouvée¹²⁴⁰. Selon ces auteurs, dans l'évolution d'une société, son actionnariat connaît une première phase de concentration durant laquelle la gestion et les bénéfices qui en sont dégagés sont détenus par une poignée d'acteurs¹²⁴¹. Au fur et à mesure que l'activité croît, et par conséquent que ses besoins en fonds propres augmentent, il devient de plus en plus difficile pour ces acteurs de conserver la propriété exclusive de leur entreprise. Cette dernière, par la force des choses, est ainsi progressivement dispersée en mains du public¹²⁴².

539

À terme, ils en déduisent que la propriété du patrimoine de l'entreprise et le contrôle sur la gestion de celui-ci devront naturellement se scinder, de sorte que la première n'ait plus d'influence décisive sur la seconde¹²⁴³. Le trop grand nombre d'actionnaires les empêche effectivement d'agir ensemble de manière complètement homogène. En conséquence, ces auteurs reconnaissent dans leur modèle dispersé d'actionnariat une séparation claire entre le « contrôle » sur une société, exercé par ses dirigeants, et la propriété de la société, morcelée en mains d'un nombre indéterminé d'actionnaires¹²⁴⁴. Le morcellement de la propriété a donc pour effet d'en réduire d'autant l'influence sur la gestion des actionnaires¹²⁴⁵.

540

Dans cette constellation, l'actionnaire, relégué au rang d'investisseur « passif », perd sa volonté individuelle au profit du choix commun de l'ensemble de l'actionnariat aux volontés hétérogènes¹²⁴⁶. En renonçant à un exercice

541

tion applicable aux sociétés anonymes et notamment aux sociétés cotées. Selon nous, les primes de contrôle sont un exemple typique de ce cas de figure.

1240 BERLE/MEANS, p. 72. Comme le relève CHABLOZ (2012), n° 22, la plupart des théories modernes se fondent sur la théorie développée par BERLE et MEANS dans leur ouvrage.

1241 BERLE/MEANS, p. 2; dans ce sens également, SMITH/TENNENT/RUSSELL, p. 555.

1242 BERLE/MEANS, p. 69; qui relèvent un même constat, MAIZAR, p. 109; MIZRUCHI, p. 581.

1243 Pour reprendre les mots de BERLE/MEANS, p. 69; « Ownership of wealth without appreciable control and control of wealth without appreciable ownership appear to be the logical outcome of corporate development ». Dans ce sens également, BÜHLER (2011), p. 515.

1244 BERLE/MEANS, p. 69; MIZRUCHI, p. 581.

1245 CHABLOZ (2012), n° 23; KUMMER, n° 13; JUNG, p. 105; BK-NOBEL, n° 183 s.

1246 Dans leur ouvrage d'après-guerre, BERLE et MEANS comparent ainsi l'actionnariat d'une grande société à une armée en les termes « the idea that an army operates on the basis of rugged individualism would be ludicrous. Equally so is the same idea with respect to the modern corporation », voir BERLE/MEANS, p. 349.

décisif de leur volonté individuelle, les actionnaires renoncent également à leur droit à un traitement différencié. En effet, si les actionnaires participent ensemble à la prise de décisions au sein de la société, une égalité de traitement doit être retrouvée lors de la cession de leurs actions. Dès lors, le versement d'une prime de contrôle à un cercle d'actionnaires restreint ne trouve pas sa place dans cette structure, marquée par une égalité de fonction des actionnaires¹²⁴⁷.

- 542 Contrairement à la théorie soulevée par BERLE/MEANS, les actionnariats entièrement diffus ou partiellement diffus sont sous-représentés sur de nombreuses places boursières, dont la Suisse¹²⁴⁸.

2. L'actionnariat concentré

- 543 Dans un actionnariat concentré, la dynamique concernant la prise des décisions est toute autre. Les actionnariats concentrés peuvent d'abord être le fait d'un actionnaire ou groupe d'actionnaires agissant de concert, dont la participation, individuelle ou commune, permet de prendre des décisions sans avoir à concilier avec les autres actionnaires¹²⁴⁹. Afin d'atteindre cette position, ces actionnaires doivent accumuler une quantité suffisamment importante d'actions pour que leur volonté ne puisse pas être contestée par le reste de l'actionnariat qui n'agit pas de manière concertée.
- 544 Les actionnariats concentrés peuvent également être le fait de l'exercice non concerté des droits de vote par un cercle restreint d'actionnaires détenant entre eux une participation proche ou supérieure à 33⅓ % des droits de vote. Malgré le fait qu'ils n'agissent pas de manière concertée, ils conservent une part des actions suffisamment importante pour exclure, dans une large mesure, le reste de l'actionnariat de la prise de décisions. En réalité, ce sont ces quelques actionnaires qui négocieront entre eux afin de prendre des décisions à l'assemblée générale. Ils seront vraisemblablement représentés au sein du conseil d'administration et prendront naturellement part à des discussions en marge des assemblées générales afin de s'assurer de leurs votes respectifs durant cette dernière.

1247 Relevant ce phénomène également, PHILIPPE (2021), n° 853.

1248 FACCIO/LANG, p. 365 ss; FRANKS/MAYER/ROSSI, p. 582; LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SCHLEIFER, p. 492; MAIZAR, p. 105; PHILIPPE (2021), n° 59 ss; voir également *infra* n° 560.

1249 SCHUBERT/BARENBAUM, p. 156.

Ce second groupe de concentration se distingue toutefois par l'instabilité de leur contrôle sur la société. Puisqu'ils ne sont pas liés par des accords contraignants entre eux, ils ne peuvent pas être certains que leur « contrôle » pourra être exercé. Ces actionnaires contrôlent donc la société sans réellement et indubitablement la contrôler. Le critère de distinction réside donc dans l'exercice durable, mais surtout stable, du contrôle. 545

2.1 La définition du contrôle de lege lata

Le contrôle au sein de la société anonyme fait généralement référence à la possibilité de nommer les membres du conseil d'administration¹²⁵⁰. Puisque leur nomination relève, en principe, de la majorité absolue des voix représentées¹²⁵¹, ce seuil est généralement admis comme octroyant le contrôle¹²⁵². Dans un élan de pragmatisme assumé lors de l'élaboration de l'aLBVM, le Conseil fédéral a préféré un seuil de 33⅓ % des droits de vote, plus en phase avec la représentation actionnariale au sein des assemblées générales des sociétés cotées¹²⁵³. Ce seuil se rapproche étroitement de la notion de contrôle de fait, mais ne l'atteint tout de même pas complètement¹²⁵⁴. 546

Ce seuil, en tant que référentiel, tient correctement compte d'un grand nombre de participations de contrôle. Toutefois, certaines circonstances peuvent mener à un « contrôle » qui n'est pas appréhendé par la réglementation en vigueur. 547

Puisque le seuil actuel se fonde sur la moyenne globale de représentation au sein des assemblées générales, certaines participations, en dessous de ce seuil, ne sont naturellement pas prises en compte¹²⁵⁵. Cette mise à l'écart est toutefois justifiée afin d'assurer une sécurité juridique suffisante sur le marché qu'un seuil fixe permet d'atteindre. Nous verrons par la suite qu'il pourrait être judicieux de ne pas se limiter à ce seul seuil en matière de primes de contrôle. 548

1250 Voir supra n° 60 ss.

1251 Art. 703 al. 1 et 704 a contrario CO.

1252 Voir supra n° 60.

1253 FF 1993 I 1269, 1317.

1254 PETER/BOVEY, n° 262; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHUEL, n° 41.

1255 Voir supra n° 123.

2.2 Les caractéristiques du contrôle

- 549 La position de contrôle qu'un actionnaire occupe est importante. Elle justifie, en partie, un traitement différent par rapport aux actionnaires ordinaires. Qu'il s'agisse de la littérature juridique ou financière, le débat autour des participations de contrôle orbite autour de deux théories principales. La première relève de l'extraction des biens sociaux, ou « *Minority-expropriation view* », tandis que la seconde relève de la compensation optimale par des avantages ou « *Optimal-reward view* »¹²⁵⁶. Dans un cas comme dans l'autre, la littérature part de la prémisse que les actionnaires de contrôle vont profiter de leur position pour extraire des avantages au détriment des autres actionnaires.
- 550 La théorie de l'extraction des biens sociaux est principalement fondée sur le fait que l'actionnaire de contrôle tire des avantages pécuniaires ou non pécuniaires de sa position¹²⁵⁷. Il en est ainsi de contrats à des prix avantageux, de l'utilisation de biens acquis avec de l'argent de la société ou encore d'une compensation financière pour leur service supérieure aux standards de marché¹²⁵⁸. En principe, ces avantages sont objectivement quantifiables.
- 551 La théorie de la perception optimale d'avantages est fondée sur la fonction de l'actionnaire de contrôle. Contrairement aux actionnariats dispersés où la surveillance des dirigeants revient au marché, un actionnaire de contrôle concentre cette fonction en sa propre personne¹²⁵⁹. Compte tenu du risque financier qu'il supporte à travers sa participation, l'actionnaire de contrôle a un intérêt particulier à s'assurer de la bonne gestion de la société¹²⁶⁰. Du fait de sa position, il supporte un risque important, lié à l'illiquidité de sa participation et au manque de diversification de son portefeuille, tout en consacrant une importante part de son temps à la surveillance des dirigeants¹²⁶¹. Afin de compenser ces inconvénients, l'actionnaire de contrôle cherche à être rétribué dans une certaine mesure par l'actionnariat minori-

1256 BEBCHUK/KASTIEL (2017), p. 613 ss; GOMPERS/ISHII/METRICK, p. 1053; GOSHEN/HAMDANI (2013), p. 571 ss; MASULIS/WANG/XIE, p. 1697 s.; SMITH, p. 548 s.

1257 CHABLOZ (2018), p. 277; CHERIDITO/SCHNELLER, p. 418; GILSON/SCHWARTZ, p. 125 s.; GOSHEN/HAMDANI (2013), p. 571; SMITH, p. 549.

1258 GILSON/SCHWARTZ, p. 125.

1259 GOSHEN/HAMDANI (2013), p. 573.

1260 GOSHEN/HAMDANI (2013), p. 573; THÉVENOZ/ROOS (2011), p. 614 s.

1261 CHABLOZ (2018), p. 277; KÖPFLI, p. 62; GOSHEN/HAMDANI (2013), p. 573; THÉVENOZ/ROOS (2011), p. 614 s.

taire¹²⁶². La compensation optimale par des avantages correspond ainsi au seuil maximal d'avantages que l'actionnariat est prêt à concéder à l'actionnaire de contrôle afin d'accomplir son rôle.

Dans une certaine mesure, sur la base de ces deux approches, le versement d'une prime de contrôle se justifie compte tenu de la position drastiquement différente de l'actionnaire de contrôle par rapport aux actionnaires ordinaires¹²⁶³. Dans un cas comme dans l'autre, l'actionnaire de contrôle exerce un réel contrôle sur la société ce qui lui permet en théorie d'extraire des biens sociaux et de percevoir une rémunération pour son rôle particulier. Ces deux théories tiennent compte de cette différence de fonction qui justifie un traitement différent en faveur de l'actionnaire de contrôle. Tant que ces avantages ne contreviennent pas à la réglementation en vigueur, un traitement inégal des actionnaires vis-à-vis de leur perception est conséquemment admissible. 552

Toutefois, relevons que ces deux approches sont atténuées fortement par une réglementation *ex ante* ou *ex post* qui restreindrait à la fois l'expropriation de biens sociaux et l'attribution d'avantages excessifs. En Suisse, l'art. 678 CO est une disposition centrale dans cette situation, car elle permet à la société et aux actionnaires d'intenter une action en répétition de toute prestation indue ou excessive¹²⁶⁴. Dans une dynamique similaire, l'aORAB, désormais transposée aux art. 732 ss CO, encadre le versement des rémunérations des dirigeants et impose une obligation de transparence large à ce sujet¹²⁶⁵. Plus la réglementation est restrictive, moins les actionnaires de contrôle devraient pouvoir profiter de leur position pour s'octroyer des avantages démesurés. Compte tenu de ce cadre réglementaire, la valeur d'une participation de contrôle ne devrait pas être exclusivement influencée par ces critères¹²⁶⁶. 553

Ce constat ouvre la voie à d'autres critères susceptibles d'influencer la valorisation d'un bloc d'actions de contrôle. Si la valorisation d'une participation de contrôle était uniquement fondée sur le potentiel d'extraction de biens sociaux et l'attribution d'avantages, les pays où la réglementation est la plus restrictive devraient relever une tendance de leurs actionnariats à ne 554

1262 GILSON/GORDON, p. 785.

1263 Dans ce sens, CHABLOZ (2018), p. 277.

1264 CR CO II-CHENAUX/GACHET, ad art. 678 CO, n° 1 et 63 ss.

1265 Voir notamment les art. 733 ss CO.

1266 GOSHEN/HAMDANI (2013), p. 571 s.

pas se concentrer. Un actionnaire qui perçoit des avantages excessivement faibles par rapport au risque qu'il prend en conservant une participation de contrôle devrait avoir un intérêt limité à conserver sa participation. Or, plusieurs études démontrent que ce constat n'est pas avéré et que même les pays disposant d'une réglementation restrictive présentent une tendance à la concentration¹²⁶⁷. La Suisse ne fait pas figure d'exception. Celle-ci s'inscrit dans cette tendance de pays, telles la Suède ou l'Allemagne, qui possèdent une réglementation soucieuse des intérêts des actionnaires ordinaires tout en connaissant une tendance à la concentration¹²⁶⁸.

- 555 Partant, puisque des primes de contrôle, à l'image de celle initialement convenue dans l'affaire Sika, sont versées dans notre pays, le montant de la prime doit trouver un fondement auprès d'autres caractéristiques du contrôle. À ce titre, deux voies de réflexion sont ouvertes.
- 556 D'un point de vue subjectif, la valeur du contrôle naît dans la vision que l'actionnaire de contrôle conçoit pour le futur de la société. Afin de pouvoir espérer un retour optimal sur son investissement, cette vision doit être suffisamment unique ou originale. GOSHEN/HAMDANI l'ont nommée la « vision idiosyncrasique » de l'entrepreneur, soit une vision ayant un caractère spécial ou particulier¹²⁶⁹. Le principal risque pour un entrepreneur est d'être incompris par le marché, malgré que son idée permette d'obtenir à terme un rendement supérieur aux espérances du marché¹²⁷⁰. Ce risque d'incompréhension est le résultat de plusieurs facteurs, notamment une asymétrie d'informations ou des divergences d'opinions¹²⁷¹. Le contrôle a donc une valeur ajoutée pour l'entrepreneur qui peut, dans une certaine mesure, s'imperméabiliser en conservant un bloc d'actions suffisamment important.
- 557 Dans une vision encore plus subjective du contrôle, ce dernier peut avoir une valeur supérieure pour l'actionnaire de contrôle par rapport aux autres actionnaires seulement sur la base de sa possession. Par essence, une action cotée en bourse, sur un marché parfait, a un caractère fongible¹²⁷². Celle-ci

1267 GILSON, p. 1650; GILSON/SCHWARTZ, p. 119; GOSHEN/HAMDANI (2013), p. 572; ROE, p. 9.

1268 Concernant le cas particulier de la Suisse, relevons que ce pays est marqué historiquement par une tendance à la concentration découlant de la place centrale occupée par les sociétés de familles jusqu'au début du 21^e siècle. Voir à ce sujet, GINALSKI, p. 13.

1269 GOSHEN/HAMDANI (2013), p. 577.

1270 GOSHEN/HAMDANI (2020), p. 946; GOSHEN/HAMDANI (2013), p. 577; LIN/MEHAFFY, p. 462; PACCES, p. 11 s.

1271 GOSHEN/HAMDANI (2013), p. 579.

1272 HOVENKAMP, p. 394.

peut être achetée ou vendue sur le marché, notamment par l'intermédiaire d'une bourse, qui en dicte sa valeur. Ce constat est valable aussi bien pour des actions individuelles que pour de faibles participations. Le petit actionnaire se fond donc dans la masse des investisseurs. À l'inverse, le contrôle d'une société octroie une position unique à son détenteur, puisqu'il n'y a naturellement qu'un seul contrôle. Cette caractéristique non fongible du contrôle lui donne une certaine valeur subjective par essence.

En quelque sorte, la situation s'apparente à celle d'une collection de cartes pour laquelle chaque carte est disponible à la vente sur le marché individuellement. Imaginons qu'une seule personne détient une collection complète. Chaque carte de la collection peut être vendue à un même prix sur le marché. Or, si le détenteur de la collection complète décide de vendre l'intégralité de la collection, il demandera nécessairement une prime pour compenser le temps ou l'effort investi pour la récolte et la conservation de sa collection¹²⁷³. Cette caractéristique particulière de détenir une collection complète aura pour effet de la rendre non fongible. Le contrôle a en cela un aspect encore plus particulier que notre collection, car son obtention exclut toute autre personne de l'obtenir. 558

Enfin, des études relèvent que les actionnaires au contrôle extraient encore de leur position du pouvoir, du prestige et de la fierté à transmettre celle-ci à leurs descendants¹²⁷⁴. Ces caractéristiques du contrôle relèvent d'une certaine forme d'hédonisme, à savoir le plaisir qu'un actionnaire tire de sa position de contrôle. Comme le soutiennent ainsi ZELLWEGER/ASTRACHAN, cette part subjective de la valorisation augmente le prix auquel le vendeur est disposé à vendre¹²⁷⁵. De ce fait, si la participation de contrôle dispose d'une place centrale dans la sphère de possession de l'actionnaire de contrôle, la différence entre le prix proposé par l'acheteur et celui escompté par le vendeur sera plus importante¹²⁷⁶. Dès lors, le fait de posséder le contrôle, et donc dans une certaine mesure la société, semble générer et exacerber un phénomène d'aversion à la dépossession¹²⁷⁷. L'aversion à la dépossession est une théorie selon laquelle une personne demande toujours plus pour être 559

1273 Exemple inspiré de KAHNEMAN/KNETSCH/THALER, p. 194 ss.

1274 BAUMOL, p. 897 s.; MORCK/STANGELAND/YEUNG, p. 332; ZELLWEGER/ASTRACHAN, p. 351.

1275 ZELLWEGER/ASTRACHAN, p. 351.

1276 ZELLWEGER/ASTRACHAN, p. 351.

1277 THALER, p. 44.

dépossédée de son bien qu'elle n'accepte de payer pour l'obtenir¹²⁷⁸. Si cette théorie est valable pour des biens communs, elle l'est d'autant plus lorsqu'il s'agit de biens non fongibles. Le détenteur du contrôle valorisera naturellement sa possession à un prix supérieur à celui que le marché concéderait, d'une part, à une même participation dispersée, et d'autre part, au prix qu'il serait prêt à payer pour l'obtenir¹²⁷⁹.

3. Répartition des structures actionnariales sur le marché suisse

- 560 En Suisse, un actionnariat entièrement dispersé ou fortement dispersé est une exception¹²⁸⁰. D'après nos données recueillies, sur les 230 sociétés cotées recensées au 1^{er} août 2020, seulement quatre d'entre elles (1,7 %) présentent un actionnariat où aucun actionnaire n'est soumis à l'obligation d'annoncer sa participation¹²⁸¹. Si ce champ est élargit, seulement neuf sociétés (3,9 %) disposent d'un actionnariat dans lequel l'actionnaire le plus important détient une participation ne dépassant pas 5 % des droits de vote et dont l'entier des actionnaires soumis à l'obligation d'annonce ne dépasse pas 10 % des droits de vote.
- 561 De l'autre côté, les actionnariats concentrés sont les plus représentés au sein des sociétés cotées. Selon nos données présentées dans la première partie de cet ouvrage, les actionnariats concentrés représentent 73 % des sociétés cotées à la SIX¹²⁸².
- 562 La corrélation recensée entre la dispersion de l'actionnariat et la grandeur de la capitalisation trouve tout de même un certain bien-fondé compte tenu du fait que seulement 30 % des sociétés de l'indice SMI disposent d'un actionnariat concentré¹²⁸³. Cette tendance à la concentration des sociétés cotées suisses se retrouve tout de même également au sein de l'indice SMIM, dans lequel 18 sociétés (60 %) présentent un actionnariat concentré¹²⁸⁴.

1278 KHANEMAN/KNETSCH/THALER, p. 194.

1279 Pour une analyse complète de l'aversion à la dépossession dans un contexte de marché, voir en particulier, KHANEMAN/KNETSCH/THALER, p. 195 s.

1280 Arrivant à un même constat, CHABLOZ (2012), n° 206.

1281 Art. 120 al. 1 LIMF. Sur la base de cette norme, cela signifie qu'aucun actionnaire ne dépasse une participation correspondant à 3 % des droits de vote.

1282 Voir supra n° 134; voir également supra Tableau 1.

1283 Voir supra Tableau 1.

1284 Voir supra Tableau 1.

Enfin, concernant les cotations récentes, une tendance à la concentration est particulièrement marquée. Depuis 2010, 50 sociétés se sont introduites en bourse auprès de la SIX. Sur ces 50 sociétés, 39 d'entre elles (78 %) se sont introduites en bourse avec un actionnariat concentré¹²⁸⁵. Relevons que l'abolition partielle de la prime de contrôle n'a pas eu d'influence significative sur la structure des sociétés qui se sont introduites en bourse. D'après nos données, depuis cette abolition, 34 des 41 sociétés s'étant introduites en bourse (82,9 %) présentent un actionnariat concentré. 563

4. Admissibilité du versement de la prime de contrôle selon la structure actionnariale

4.1 Les actionnariats entièrement ou partiellement dispersés

La prime de contrôle est censée rétribuer le transfert d'une participation de contrôle. Concrètement, la prime compense la renonciation par l'actionnaire-aliénateur de sa mainmise sur la société au profit d'un nouvel acquéreur¹²⁸⁶. 564

D'un point de vue littéral, il en découle de la notion elle-même que la prime de contrôle n'est pas justifiable en l'absence d'un contrôle. Ainsi, lorsque l'actionnariat est dispersé, et donc qu'aucun actionnaire ne contrôle la société, le versement d'une prime de contrôle ne doit pas avoir lieu¹²⁸⁷. 565

D'un point de vue fonctionnel, la relation entre les actionnaires d'une société à l'actionnariat dispersé renforce également cette interprétation. En effet, en ce qui concerne la prise de décision, une société à l'actionnariat dispersé ne présente pas d'actionnaire qui influence de manière déterminante l'issue des votes. La prise de décision revient donc à l'actionnariat dans son ensemble. Ainsi, tous les actionnaires occupent un rôle similaire et doivent être traités de la même manière par l'offrant. 566

Il en va de même lorsque l'actionnariat n'est que partiellement dispersé. Des tendances de vote peuvent être observées lorsqu'un actionnaire détient une participation ostensiblement supérieure aux autres. Il n'y a cependant pas encore d'influence déterminante sur la prise de décision. Nous retrou- 567

1285 Voir supra Tableau 1. Il est important de souligner que la Suisse est un pays qui, historiquement, connaît une forte concentration de son actionnariat. Voir à ce sujet supra n° 554 et nbp 1268.

1286 PRATT/NICULITA, p. 385.

1287 Dans ce sens, Prise de position COPA, n° 33; LENGAUER, n° 9.14.

vons, dans ce cas de figure, des structures semblables à celle retrouvée dans l'affaire Quadrant¹²⁸⁸. Dans cette affaire, les administrateurs d'une part et les autres actionnaires notables d'autre part étaient capables d'apporter une tendance à l'issue des votes en exerçant leurs droits de vote respectifs. Toutefois, il ne pouvait pas être retenu que les actionnaires exerçaient une influence déterminante, durable et stable, sur la prise des décisions. De ce fait, le critère du contrôle fait également défaut.

- 568 Un actionnaire faisant partie d'un actionnariat entièrement ou partiellement dispersé ne peut pas remplir le critère du contrôle. Or, l'ancien régime de la prime de contrôle n'opérait pas de distinction entre les actionnariats concentrés et dispersés. Il était donc possible de verser une prime de contrôle en l'absence d'une participation de contrôle. Similairement, le régime actuel des OPA n'utilise pas ce critère, de sorte que le versement d'une prime de contrôle dépend de la présence d'une clause d'*opting-out* ou d'une offre volontaire pure¹²⁸⁹. Ainsi, il est toujours possible d'attribuer une prime de contrôle en l'absence d'une participation de contrôle, ce qui n'est pas satisfaisant. Il serait plus opportun de redonner de l'attractivité à l'offre obligatoire de sorte que les sociétés évitent de prévoir des clauses d'*opting-out*. Cela permettrait d'éviter le versement d'une prime de contrôle à des participations minoritaires lorsque les conditions d'une offre obligatoire sont remplies, tout en permettant leur versement à titre exceptionnel en cas d'*opting-out*.

4.2 Les actionnariats concentrés

- 569 Contrairement à l'avis de la COPA et du législateur sur les actionnariats dispersés envers lesquels ils étaient ouvertement défavorables¹²⁹⁰, leurs avis sur le versement d'une prime de contrôle en cas d'actionnariat concentré étaient moins tranchés¹²⁹¹.
- 570 La COPA, dans sa prise de position sur la suppression de la prime de contrôle, avait proposé une alternative à l'abolition, à savoir de limiter son versement aux seules aliénations de participations de contrôle¹²⁹². Celle-ci proposait à cette fin de reprendre la notion de contrôle définie dans le cadre

1288 Voir supra n° 530.

1289 Voir supra n° 512.

1290 FF 2011 6329, 6349.

1291 FF 2011 6329, 6349; Prise de position COPA, n° 47 ss.

1292 Prise de position COPA, n° 47 ss.

de l'offre obligatoire, telle que retrouvée à l'art. 135 al. 1 LIMF¹²⁹³. Cette proposition aurait permis de verser une prime de contrôle lors de l'aliénation par un actionnaire individuel, ou un groupe d'actionnaires agissant de concert, d'une participation au moins égale à 33⅓ % des droits de vote de la société.

Afin d'éviter des abus en cas d'aliénation par des groupes d'actionnaires, la COPA proposait de limiter le versement d'une prime aux groupes d'actionnaires déclarés exerçant un réel contrôle sur la société. Cette proposition visait à éviter que les groupes d'actionnaires qui se formeraient dans le seul but de vendre leur participation ensemble et les groupes qui ne se déclareraient pas expressément comme tels puissent profiter d'une prime¹²⁹⁴. 571

Cette proposition de la COPA s'alignait avec la volonté du législateur lors de l'introduction de l'aLBVM¹²⁹⁵, mais n'a pas été retenue¹²⁹⁶. Elle témoignait néanmoins de la difficulté de tenir compte des actionnariats concentrés. 572

Cette dernière proposition allait dans la bonne voie en tentant de trouver un compromis entre la volonté initiale du législateur et le besoin de garantir une égalité de traitement entre les actionnaires. Pour cette raison, nous développons une proposition de réglementation dans ce sens en tant que droit souhaitable. Notre proposition revient à réintroduire la prime de contrôle par un régime à deux volets. Un premier rétablit la prime de contrôle en l'harmonisant avec la règle de l'offre obligatoire, notamment vis-à-vis du seuil déterminant pour autoriser son versement. Le second apporte une plus grande flexibilité en renforçant le pouvoir d'appréciation de la COPA. Il y est prévu un régime d'exception que les assujettis peuvent faire valoir auprès d'elle. 573

Notre proposition établit d'abord une base réglementaire définissant une participation de contrôle. À ce titre, la proposition de la COPA de 2011, reprise plus récemment par PHILIPPE, qui propose d'aligner cette définition à celle du seuil de l'offre obligatoire est retenue¹²⁹⁷. En effet, le seuil de l'offre obligatoire fonde une présomption selon laquelle un actionnaire détient le contrôle d'une société cotée à partir de 33⅓ % des droits de vote. 574

1293 Prise de position COPA, n° 52.

1294 Prise de position COPA, n° 54.

1295 FF 1993 | 1269, 1318.

1296 FF 2011 6329, 6346.

1297 Prise de position COPA, n° 52; PHILIPPE (2021), n° 873.

Du point de vue de la systématique légale, il n'y a ainsi pas de raison de se départir de cette présomption pour reconnaître une participation de contrôle en matière de primes de contrôle.

- 575 Il reste encore à relever et établir les moyens de contester cette présomption de contrôle, ou au contraire, d'apporter la preuve d'un contrôle compte tenu d'une participation inférieure au seuil de $33\frac{1}{3}\%$ des voix. Dans un cas comme dans l'autre, l'appréciation des exceptions doit revenir à la COPA comme cela est le cas en matière de dérogations à l'offre obligatoire notamment¹²⁹⁸.
- 576 La présomption de contrôle peut être réfutée dans deux hypothèses qui gravitent toutes deux autour de la notion de domination. La première, comme le relevait la COPA, relève des cas où des actionnaires se regroupent dans le seul but de vendre leur participation ensemble¹²⁹⁹. Dans ce cas, il ne s'agit pas d'une réelle domination sur la société, mais plus d'une entente en vue de l'aliénation de leur participation commune. Dans cette hypothèse, une prime de contrôle ne devrait pas leur être attribuée.
- 577 Apportons à cette première hypothèse deux précisions. D'une part, le risque que des actionnaires prennent en agissant de la sorte. Si des actionnaires souhaitent vendre leur participation ensemble et qu'ils se regroupent et se déclarent comme agissant de concert pour une participation dépassant $33\frac{1}{3}\%$ des voix, ceux-ci se verront contraints de déclarer une offre obligatoire¹³⁰⁰. Les actionnaires agissant de la sorte sont donc doublement perdants puisqu'il existe un risque d'offre obligatoire en amont de la vente et la perception d'une prime de contrôle leur sera refusée par la COPA.
- 578 Enfin, relevons la situation dans laquelle des actionnaires ne dépasseraient pas le seuil de $33\frac{1}{3}\%$ des droits de vote ensemble, mais se regrouperaient tout de même afin de vendre leur participation. Il est ici fait référence à des situations de contrôle de fait. Dans ce cas, les actionnaires-aliénateurs ne seront pas à risque de déclencher une offre obligatoire, mais l'absence de domination empêchera tout de même le versement d'une prime de contrôle. Les actionnaires ne sont donc pas exposés au risque d'une offre obligatoire en amont de la vente, mais la perception d'une prime de contrôle leur sera également refusée.

1298 Art. 136 al. 1 LIMF.

1299 Voir supra n° 571.

1300 Art. 135 al. 1 LIMF.

La seconde hypothèse est intimement liée à l'une des dérogations à l'offre obligatoire reconnue par la COPA. Il existe des cas où l'acquisition d'une participation dépassant le seuil de 33⅓ % des droits de vote ne suffit pas à contrôler la société¹³⁰¹. Il en sera ainsi lorsqu'un autre actionnaire détient une participation supérieure à celle de l'offrant, laquelle empêche ce dernier d'exercer le contrôle effectif sur la société¹³⁰². Pour cette raison, l'art. 41 al. 2 let. a OIMF-FINMA prévoit que la COPA peut octroyer une dérogation à l'obligation de présenter une offre si l'offrant ne peut pas exercer le contrôle sur la société. La condition du contrôle fait donc défaut. Dès lors, au même titre qu'un actionnaire peut demander à la COPA une dérogation à l'offre sur cette base, le versement d'une prime de contrôle ne devrait pas être admissible pour la même raison. 579

La règle proposée devrait être sujette à des exceptions permettant de limiter son versement. Au même titre, il devrait également être possible, dans certains contextes de fait spécifiques, d'admettre son versement en l'absence d'une participation supérieure à 33⅓ % des droits de vote. 580

La réglementation financière interprète le contrôle dans une dimension économique¹³⁰³. Pourtant, le seuil pertinent de l'offre obligatoire n'arrive pas à tenir compte de toutes les situations de contrôle, et plus particulièrement de contrôle de fait. Or, il n'est plus à prouver qu'un contrôle peut être exercé en dépit d'une participation égale ou supérieure à 33⅓ % des droits de vote. Comme le relève VON DER CRONE, le taux moyen de représentation à l'assemblée générale de sociétés cotées suisses dans les dernières années s'inscrit dans une fourchette de 50 à 66 % des droits de vote¹³⁰⁴. Sur la base du critère de la majorité absolue, une participation inférieure à 33⅓ % des droits de vote peut suffire à contrôler la société¹³⁰⁵. D'après nous, ces situations, qui représentent un véritable contrôle de fait, devraient également être prises en compte si les assujettis concernés sont capables d'apporter la preuve de leur contrôle. 581

1301 Art. 41 al. 2 let. a OIMF-FINMA; CR CO II-BAHAR, ad art. 136 LIMF, n° 23 ss; TSCHÄNI/DIEM/GABERTHÜEL, n° 97.

1302 CR CO II-BAHAR, ad art. 136 LIMF, n° 23.

1303 Voir supra n° 124.

1304 VON DER CRONE, § 33 n° 2378 et nbp 4271; voir également supra n° 123, pour un taux de représentation que nous relevons légèrement plus élevé, soit 67 %, dans les trois dernières années.

1305 Art. 703 al. 1 CO.

- 582 À cette fin, un examen convaincant reviendrait à apporter la preuve de ce contrôle compte tenu de la représentation actionnariale au sein de l'assemblée générale dans les trois années précédant le versement de la prime. Cette proposition, fondée sur la proposition de REINERT/VISCHER en droit de la concurrence¹³⁰⁶, permettrait aux assujettis de prouver qu'ils exercent un contrôle effectif sur la société. Il reviendrait donc aux actionnaires prétendant au versement d'une prime d'apporter l'ordre du jour des trois dernières assemblées générales ordinaires ainsi que les résultats des votes correspondants. Avec ces informations, il serait possible pour la COPA d'établir si la participation de l'actionnaire permet d'influencer de manière suffisamment déterminante l'issue des votes et constitue donc un contrôle de fait.
- 583 De tels cas de contrôle de fait devraient toutefois être limités à des situations exceptionnelles. Il s'agira notamment des actionnaires importants détenant une participation légèrement inférieure au seuil de 33⅓ % des droits de vote. Il existe encore des situations plus rares où les actionnaires ne détiennent que 25 à 30 % des droits de vote. Dans ce cas également, les actionnaires devront être capables de démontrer, avec plus de difficulté, que cette participation est suffisante compte tenu du taux de représentation aux assemblées générales pertinentes.
- 584 Notre proposition revient donc à prévoir une règle de principe selon laquelle les participations égales ou supérieures à 33⅓ % des droits de vote peuvent prétendre à l'attribution d'une prime de contrôle¹³⁰⁷. À cette règle, nous apportons deux catégories d'exceptions. Un premier volet permettant de contester le versement d'une prime lorsqu'une participation présumée de contrôle ne remplit pas le critère de domination attendu. Enfin, un second volet réglementaire autorise l'attribution d'une prime de contrôle lorsqu'une participation inférieure à 33⅓ % suffit à exercer une influence déterminante sur la prise des décisions. Cette proposition permettrait de retrouver une prime de contrôle dans le contexte d'une offre obligatoire ou volontaire de prise de contrôle. Cependant, cette prime de contrôle tient compte des problèmes du passé et offre une nouvelle méthode qui permet un traitement plus équitable des assujettis.

1306 BSK KG-REINERT/VISCHER, ad art. 4 al. 3 LCart, n° 172 ss.

1307 Dans ce sens, PHILIPPE (2021), n° 873.

II. La prime de contrôle face à l'égalité de traitement

1. L'égalité de traitement vis-à-vis du prix de l'offre

Jusqu'à présent, l'angle d'analyse a porté sur les différentes structures actionnariales. Toutefois, il n'a pas encore été répondu à la principale pré-occupation du Conseil fédéral lorsqu'il a aboli la prime de contrôle, à savoir le besoin d'assurer une égalité de traitement entre les actionnaires¹³⁰⁸. 585

L'égalité de traitement revient en principe à « traiter de manière identique ce qui est semblable et de manière différente ce qui est dissemblable »¹³⁰⁹. Lors de l'introduction de l'aLBVM, le Conseil fédéral était d'avis que le versement d'une prime de contrôle était justifié¹³¹⁰. Selon ses propres mots « la valeur d'une participation dominante [était] supérieure à la valeur des mêmes actions isolées »¹³¹¹. Cette prise de position du Conseil fédéral reconnaissait ainsi la valeur ajoutée qu'une participation de contrôle conférait à son bénéficiaire¹³¹² en se fondant sur les principales théories du contrôle¹³¹³. Au fond, le Conseil fédéral, puis le législateur lors de l'entrée en vigueur de l'aLBVM, avaient fait le choix de reconnaître qu'un certain caractère personnaliste pouvait persister même dans une société cotée en bourse. Ce caractère justifiait un traitement inégal. 586

Seulement, quelques années plus tard, un Conseil fédéral recomposé avança une argumentation opposée selon laquelle « [le] contrôle représenterait une valeur économique à payer dans le cadre d'une prime [qui] doit s'effacer non seulement devant l'impératif de compétitivité de la place financière suisse, mais aussi devant le principe d'égalité de traitement »¹³¹⁴. Ce revirement, fondé sur la prise de position de la COPA¹³¹⁵, conduit à se demander si le versement d'une prime de contrôle viole nécessairement le principe de l'égalité de traitement. 587

L'égalité de traitement est un principe connu du droit de la société anonyme. Il y trouve notamment une place centrale aux art. 706 al. 2 ch. 3 et 717 al. 2 588

1308 FF 2011 6329, 6339.

1309 ATF 125 I 166, c. 2.

1310 FF 1993 I 1269, 1317.

1311 FF 1993 I 1269, 1317.

1312 CHABLOZ (2018), p. 276.

1313 SMITH, p. 548 s.

1314 FF 2011 6329, 6346.

1315 FF 2011 6329, 6346.

CO. De cette seconde norme, il découle que les membres du conseil d'administration et les tiers qui s'occupent de la gestion « doivent traiter de la même manière les actionnaires qui se trouvent dans la même situation »¹³¹⁶. En règle générale, il s'agit d'une égalité de traitement « relative »¹³¹⁷, laquelle s'oppose à l'égalité de traitement « absolue »¹³¹⁸. Lorsque l'égalité de traitement est relative, si l'intérêt de la société l'exige, si des motifs objectifs le justifient ou encore s'il n'en découle pas d'avantage ou de désavantage injustifiés d'une part et d'autres, il est possible de traiter les actionnaires de manière inégale¹³¹⁹. Toutefois, cette exigence ne prévaut que dans la relation entre les organes de la société et les actionnaires et incidemment pas entre les actionnaires¹³²⁰. Le droit de la société anonyme ne peut donc pas contraindre un offrant, et donc un actionnaire, à payer un même prix pour des actions acquises auprès d'autres actionnaires¹³²¹.

- 589 Du côté de la réglementation financière, l'art. 1 al. 2 LIMF mentionne l'égalité de traitement entre les participants comme un impératif à respecter. Cette obligation, contrairement à celle retrouvée en droit des sociétés, s'étend également à l'offrant¹³²². Dans ce cas également, il faut préférer, en principe, une application du principe de l'égalité de traitement relative¹³²³. Nous justifions notre avis en analysant les règles du prix minimum et du meilleur prix.

1316 Art. 717 al. 2 CO.

1317 TF, 4A_205/2008, c. 3.1.

1318 L'égalité de traitement absolue trouve une place lorsque le bien juridique protégé est la qualité d'actionnaire et que les droits qui y sont rattachés ne peuvent être violés. Voir à ce sujet, MUSTAKI/ALBERINI, p. 98 s.; pour une liste non exhaustive, mais relativement complète des cas d'application de l'égalité de traitement absolue, voir CR CO II-PETER/CAVADINI, ad art. 717 CO, n° 21.

1319 BAHAR, p. 133 s.; BESSON, n° 840; BÖCKLI (2022), § 9 n° 732; CR CO II-PETER/CAVADINI, ad art. 717 CO, n° 20; REISER/VON DER CRONE, p. 33; TRIGO TRINDADE/BAHAR, p. 402.

1320 BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, ad art. 717 CO, n° 23; GARBARSKI, p. 153 s.; HARI (2017a), p. 713; MUSTAKI/ALBERINI, p. 98; SCHENKER (2016), p. 164.

1321 HÄNNI/DUBOIS, p. 327.

1322 SCHENKER (2009), p. 201.

1323 CHABLOZ (2018), p. 276; KRÄMER, p. 249; contra: SCHENKER (2016), p. 164. Voir BÖCKLI (2009), § 7 n° 97; HARISBERGER, p. 184 et nbp 56, qui même en matière de transmission d'informations ne retiennent pas une nécessité d'égalité de traitement absolue au sens strict du terme, mais une obligation qui tente de s'en rapprocher au plus proche. Voir également JENNY, p. 194 s. qui retient une égalité de traitement relative entre offrants dans le contexte d'une offre publique d'acquisition.

En dehors d'un contexte d'offre publique d'acquisition, CHABLOZ et REISER/VON DER CRONE soutiennent que l'égalité de traitement ne s'applique pas en ce qui concerne l'aliénation de titres¹³²⁴. En principe, lorsque les actionnaires procèdent à des opérations aussi bien en bourse que hors bourse, ils ne profitent pas tous du même prix¹³²⁵. Cette différence de prix, qui est la conséquence directe d'un système de marché, ne contrevient pas, par essence, à l'art. 1 al. 2 LIMF¹³²⁶. 590

À l'inverse, lorsqu'une offre est annoncée, l'offrant doit garantir aux destinataires de l'offre un traitement égal¹³²⁷. En cas d'offre publique d'acquisition, l'offrant s'engage, selon le type d'offre, à acquérir tout ou partie des participations restantes, auprès des actionnaires¹³²⁸. Néanmoins, l'offre ne vise que les actionnaires restants, de sorte que les actionnaires qui ont vendu leur titre avant l'offre à un prix moins élevé que le prix de l'offre ne sont pas protégés¹³²⁹. Ils ne peuvent notamment pas se prévaloir de la règle du prix minimum¹³³⁰. Le même schéma se retrouve lorsque les actionnaires refusent de vendre leurs actions à l'offrant. Dans ce cas, ces actionnaires résiduels à l'issue de l'offre ne pourront pas se prévaloir de la règle du meilleur prix si le cours de bourse chute à la suite de l'offre. 591

L'égalité de traitement en matière d'offre publique d'acquisition est donc une route à sens unique. Les destinataires de l'offre se voient protégés et mis sur un pied d'égalité en cas d'acquisitions à un prix plus élevé que celui de l'offre, aussi bien avant qu'après le délai de l'offre. Par contre, les autres actionnaires ne bénéficient pas d'un traitement équitable lorsque ceux-ci aliènent leur participation à un prix inférieur à celui de l'offre. En réalité, les autres actionnaires sont traités sur un même pied d'égalité que lorsqu'ils sont dans une meilleure position que les destinataires de l'offre. 592

1324 CHABLOZ (2018), p. 276; REISER/VON DER CRONE, p. 32.

1325 REISER/VON DER CRONE, p. 32.

1326 CHABLOZ (2018), p. 276.

1327 Art. 127 al. 2 LIMF; art. 1 et 9 OOPA; CR CO II-BAHAR, ad art. 127 LIMF, n° 47; SK FinfraG-LUCH-SINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI, ad art. 127 LIMF, n° 3; CHABLOZ (2018), p. 276.

1328 BLAAS, n° 27; VON DER CRONE (2020), § 33 n° 2377.

1329 CHABLOZ (2018), p. 276.

1330 Art. 135 al. 2 LIMF; Art. 10 OOPA.

- 593 Cette distinction faite entre les destinataires de l'offre et les autres actionnaires se rapproche plus d'une égalité de traitement relative que d'une égalité de traitement absolue¹³³¹. Ainsi, l'argumentation proposée par SCHENKER et reprise par le Conseil fédéral en 2011¹³³² n'est pas convaincante. À cette époque, le Conseil fédéral se focalisait sur la garantie d'une égalité de traitement absolue en matière de fixation du prix de l'offre. La liberté individuelle d'un actionnaire à déterminer le prix de vente devait ainsi s'effacer devant ce besoin¹³³³. Or, la réglementation en vigueur protège uniquement les destinataires de l'offre vis-à-vis des autres actionnaires, mais pas l'inverse¹³³⁴. De ce fait, l'argument visant à garantir une égalité de traitement absolue entre les actionnaires faillit déjà sur cet aspect.
- 594 Mais encore, lorsque la prime de contrôle a été abolie sous couvert d'un besoin d'égalité de traitement, l'*opting-out*, qui est plus punitif pour l'actionnaire minoritaire qu'une prime de contrôle, a été maintenu. Par conséquent, comme le relève à juste titre PHILIPPE, le Conseil fédéral, en abolissant les primes de contrôle, mais en conservant l'*opting-out*, a rendu ce dernier particulièrement attrayant¹³³⁵. L'*opting-out*, contrairement à la prime de contrôle, dissocie réellement les transactions préalables de l'offre et permet donc de traiter de manière complètement inégale les actionnaires de contrôle et les destinataires de l'offre¹³³⁶. La situation actuelle manque dès lors étrangement de cohérence.

2. La prime de contrôle et la prime d'acquisition

- 595 Nous pouvons désormais nous pencher sur l'étendue de l'inégalité de traitement que la loi devrait admettre. À cette fin, notre contribution s'intéressera au différentiel de prix qui peut ou devrait être autorisé par le législateur dans le futur. Nous qualifions de différentiel de prix, la différence entre le prix perçu pour une action par l'actionnaire de contrôle et les actionnaires ordinaires.

1331 Dans ce sens, CHABLOZ (2018), p. 276; REISER/VON DER CRONE, p. 33; contra: SCHENKER (2016), p. 164.

1332 FF 2011 6329, 6346; SCHENKER (2009), p. 202.

1333 FF 2011 6329, 6346.

1334 Voir supra n° 590 ss.

1335 PHILIPPE (2021), n° 859.

1336 SCHENKER (2016), p. 174.

L'ancien régime de la prime de contrôle prévoyait une limite à hauteur de 25 % entre le prix de l'offre et le prix payé par l'offrant dans les douze derniers mois pour des acquisitions préalables¹³³⁷. Par conséquent, le montant du différentiel pouvait donc atteindre 33⅓ % du prix de l'offre¹³³⁸. 596

Dans des pays comme la Suisse, où la réglementation est moins libérale concernant les avantages qu'un actionnaire de contrôle peut percevoir, des primes de contrôle démesurées ne devraient pas être la norme. À première vue, des primes de contrôle à l'image de celle initialement prévue dans le cadre de l'affaire Sika, soit environ 80 %¹³³⁹, font figure d'exceptions¹³⁴⁰. Avant la suppression de la prime de contrôle en 2013, certaines transactions n'atteignaient pas le montant maximal de 25 %, à l'image d'Hiestand Holding AG¹³⁴¹ et de sia Abrasives Holding AG¹³⁴². Dans un même prolongement, après l'abolition de la prime de contrôle, Schindler AG avait proposé un aménagement de son régime d'*opting-out*. Celui-ci prévoyait notamment la possibilité de verser une prime de contrôle de 10 % au maximum, lequel a été refusé par la COPA¹³⁴³. 597

La valeur d'une participation de contrôle, et incidemment la prime de contrôle, peut difficilement être fondée uniquement sur la perspective d'extraction des biens sociaux et de l'octroi des avantages¹³⁴⁴. La valeur de la prime doit donc essentiellement se fonder sur des considérations subjectives, en particulier l'expectative d'un rendement sur le long terme de l'actionnaire de contrôle. Or, une prime de contrôle doit à la fois être suffisamment importante pour inciter un actionnaire de contrôle à vendre, mais pas excessive afin que l'acquéreur puisse rentabiliser sur son investissement. Le législateur en limitant le différentiel de prix à 25 % avait trouvé un juste milieu. Ce seuil permettait de rétribuer l'actionnaire de contrôle, sans pour 598

1337 Art. 32 al. 4 aLBVM.

1338 CHABLOZ (2018), p. 275; THÉVENOZ/ROOS (2011), p. 612.

1339 CHABLOZ (2018), p. 278.

1340 Voir à ce sujet THÉVENOZ/ROOS (2011), p. 618, dont l'analyse des primes de contrôle porte sur la période 1998-2010. Durant cette période, pour les transactions dans lesquelles une prime de contrôle a été versée (33 transactions), la moyenne des primes de contrôle était de 19,68 % et la médiane de 21,64 %.

1341 Dans cette affaire le différentiel de prix était de 19,8 %. Voir Recommandation 0372/02 du 15 juillet 2008 dans l'affaire Hiestand Holding AG, c. 2.3.

1342 Dans cette affaire le différentiel de prix était de 18,75 %. Voir Recommandation 0384/03 du 18 novembre 2008 dans l'affaire sia Abrasives Holding AG, c. 3.2.1 et 3.2.2.

1343 BAUM/VON DER CRONE, p. 427; DAENIKER (2017), p. 545; PILLIONNEL, p. 288.

1344 Voir supra n° 552 ss.

autant désintéresser tout acquéreur potentiel. Pour justifier notre position, un calcul théorique qui reflète fidèlement les intérêts de chacun est détaillé.

- 599 Dans notre modèle, où le différentiel de prix maximal est de 25 %, nous supposons qu'une société cotée ait une valeur estimée par le marché de 1000. Supposons un actionnaire de contrôle dont la participation correspond à 40 % des droits de vote et dont la vente à un tiers déclenche une offre publique d'acquisition. La participation de l'actionnaire de contrôle compte tenu de ces informations à une valeur de marché de 400¹³⁴⁵ et le reste du public se partage le solde, soit une valeur de 600.
- 600 En partant du principe que l'actionnaire de contrôle valorise sa participation à 25 % de plus que sa valeur de marché, l'acquéreur doit offrir au moins ce prix pour qu'une vente ait lieu. La valeur réelle du bloc d'actions, selon l'actionnaire de contrôle, est donc de 500¹³⁴⁶. L'offrant devra donc payer un montant final de 1100 pour acquérir l'intégralité des titres de participation. Dans cette hypothèse, l'offrant, pour rentabiliser son investissement, nécessite une stratégie lui permettant d'augmenter la valeur totale de la société de 10 %¹³⁴⁷.
- 601 Dans ce modèle, nous retrouvons un tableau relativement bien équilibré. L'actionnaire de contrôle profite d'une prime qui reflète la valeur subjective qu'il conçoit pour son bloc d'actions. L'acquéreur peut acheter les actions sans que le prix soit punitif d'un point de vue de la croissance escomptée. Les actionnaires minoritaires se voient octroyer une voie de sortie, à la valeur de marché, s'ils ne croient pas en la vision de l'acquéreur. Sinon, ils peuvent conserver leurs titres en espérant voir une croissance de la valeur de leur participation grâce à la nouvelle stratégie de l'acquéreur.
- 602 Finalement, dans cette proposition, les capacités de négociation de l'actionnaire de contrôle profitent aussi aux actionnaires minoritaires. Prenons l'hypothèse d'un actionnaire de contrôle qui, en marge de l'offre publique d'acquisition, négocie une prime plus importante que 25 % par rapport au cours de bourse. Dans cette hypothèse, cette marge supplémentaire devra également être indexée sur le prix de l'offre pour respecter le différentiel de prix autorisé. Les actionnaires minoritaires, dans le cadre de l'offre, rece-

1345 Soit $(40/100) \times 1000 = 400$.

1346 Soit $(400/100) \times 125 = 500$.

1347 Soit $((1100-1000)/1000) \times 100 = 10\%$.

vront donc indirectement une prime. Dans ce modèle, toutes les parties semblent ainsi gagnantes.

Relevons encore une proposition récente et originale de PHILIPPE. La proposition formulée par ce dernier a été conçue en réponse à l'une des critiques de SCHENKER sur l'ancien régime. Selon SCHENKER, l'un des principaux défauts de l'ancien régime était que la prime n'était perçue que par l'actionnaire de contrôle. Cela étant, le conseil d'administration et cet actionnaire se focalisaient sur le montant de la prime plutôt que sur le montant de l'offre¹³⁴⁸. Les autres actionnaires étaient donc forcément désavantagés. 603

La solution proposée par PHILIPPE revient à lier la prime de contrôle au prix offert dans le cadre de l'offre¹³⁴⁹. Pour ce faire, aucune limite à la prime de contrôle n'est prévue, mais les autres actionnaires recevront également une « prime » équivalant, par exemple, à la moitié de la prime de contrôle¹³⁵⁰. Cette solution, qui a le mérite de se rapprocher d'une égalité de traitement vis-à-vis de la prime, ne convainc que partiellement pour deux raisons. Nous transposons notre précédent exemple à la proposition de PHILIPPE afin de justifier notre avis. 604

Reprenons notre société dont la valeur estimée par le marché est de 1000 et dont un actionnaire détient 40 % des droits de vote. La valeur estimée par le marché de son bloc d'actions est toujours de 400 et le reste du public se partage le solde, à savoir 600. En reprenant le modèle de PHILIPPE, l'actionnaire majoritaire se voit octroyer une prime de 60 % par rapport au prix de marché et les autres actionnaires de la moitié, soit 30 %¹³⁵¹. Dès lors, la valeur réelle de la participation de contrôle est de 640¹³⁵², tandis que celle des autres actionnaires est de 780¹³⁵³. Au total, l'acquéreur doit investir 1420 pour acquérir la totalité des titres de participation. 605

Ce modèle pose deux problèmes. Premièrement, du point de vue de l'acquéreur, la « prime des minoritaires » augmente considérablement le seuil de rentabilité d'un investissement. Avant la prime des minoritaires, l'acquéreur doit investir 1240 pour acquérir la société. Pour être rentable, la nou- 606

1348 SCHENKER (2009), p. 202.

1349 PHILIPPE (2021), n° 874.

1350 PHILIPPE (2021), n° 875.

1351 PHILIPPE (2021), n° 875.

1352 Soit $(400/100) \times 160 = 640$.

1353 Soit $(600/100) \times 130 = 780$.

velle stratégie de l'acquéreur doit donc accroître la valeur de la société de 24 %. Avec la prime des minoritaires, ce seuil monte à 42 %, soit presque le double. Ce renchérissement contribue à réduire les opportunités d'acquisition. Cette situation devrait donc être évitée puisqu'elle réduit les options de sorties pour les actionnaires de contrôle et les opportunités de croissance, du fait d'une stratégie nouvelle, pour les actionnaires minoritaires.

- 607 Secondement, le versement d'une prime des minoritaires ouvre une réflexion nouvelle sur le but poursuivi par les acquisitions de participations de contrôle dans les sociétés cotées. Puisque la prime des minoritaires revient à la moitié de la prime de contrôle, celle-ci devient forcément attractive pour les minoritaires. Lorsque, comme dans notre cas, la prime atteint 30 % de la valeur de marché, la quasi-totalité des actionnaires devrait être incitée à aliéner leur participation à un prix aussi avantageux. Finalement, si tous les actionnaires sont incités à vendre, l'intérêt même d'une « prime de contrôle » est relativisé. Une prime de contrôle se justifie en partie par le fait que le bloc d'actions aliéné permet de contrôler la société, tout en continuant à répartir une partie du risque lié à l'exploitation en mains du public. Or, si tous les actionnaires sont incités à vendre, l'acquéreur est dans une certaine mesure « obligé » de privatiser et de supporter à terme l'entier du risque économique.
- 608 Lorsque le but de l'acquisition est d'obtenir le contrôle et non pas de privatiser la société, le versement d'une prime des minoritaires est contre-intuitif. À l'inverse, lorsque le but est d'acquérir l'entier des titres de participation, une prime des minoritaires pourrait être justifiée. Dans ce cas, le but poursuivi par l'acquéreur est d'obtenir l'entier des titres de participations. Cet actionnaire souhaite ainsi exclure toute participation du public sur les rendements futurs de la société. Dans cette optique, les actionnaires minoritaires, au même titre que l'actionnaire de contrôle, devraient recevoir une « prime » pour les inciter à vendre. La prime versée n'est plus une prime de contrôle, mais une prime d'acquisition, dont le modèle pourrait tout à fait reprendre le modèle proposé par PHILIPPE.
- 609 Finalement, la proposition formulée revient à distinguer deux régimes de prime distincts. Lorsqu'un acquéreur veut obtenir une participation de contrôle, seule une prime de contrôle au sens strict devrait être versée à l'actionnaire de contrôle. La réglementation suisse limitant relativement étroitement l'extraction des biens sociaux et l'attribution d'avantages par l'actionnaire de contrôle, la prime de contrôle devrait être limitée à un seuil

raisonnable. L'ancien seuil prévu dans l'aLBVM, à savoir 25 % par rapport au prix de l'offre, est approprié. Ce seuil pourrait probablement être rehaussé à 30 % sans que sa répercussion sur le rendement de l'investissement soit punitive pour l'acquéreur.

En parallèle de cette première règle, nous proposons d'ajouter un second mécanisme de prime lorsque l'acquéreur souhaite acquérir l'intégralité des titres de participations. Dans ce cas, une prime d'acquisition est versée par l'acquéreur aussi bien aux actionnaires de contrôle qu'aux actionnaires minoritaires qui se voient tous exclus de la société. Cette prime, puisqu'elle vise l'exclusion de toute participation publique aux gains générés dans le futur, devrait être versée indépendamment de la présence d'une clause d'*op-ting-out*. 610

Pour arriver à un résultat optimal, il n'est pas nécessaire de limiter la prime d'acquisition versée à l'actionnaire de contrôle pour son bloc d'actions. Cela permettra d'apporter suffisamment de flexibilité aux parties dans le cadre des négociations sur le prix d'acquisition. Cependant, afin de tenir compte du fait que l'opération ne peut pas avoir lieu sans l'accord de la quasi-totalité des actionnaires minoritaires¹³⁵⁴, une prime d'acquisition devrait également leur être versée. Il faut tout de même prendre en compte l'implication plus importante dans la gestion de l'actionnaire de contrôle par rapport aux actionnaires minoritaires. Pour ce faire, la prime d'acquisition des minoritaires peut refléter leur passivité en prévoyant que celle-ci sera au maximum de moitié par rapport à la prime perçue par l'actionnaire de contrôle. Ce format de prime est plus intéressant pour les actionnaires minoritaires que le modèle de prime de contrôle proposé jusqu'à ce que la prime du majoritaire atteigne 50 %. Ce seuil atteint, dans le modèle classique de la prime de contrôle, l'actionnaire de contrôle recevrait 50 % de prime et le prix de l'offre devrait être au minimum 25 % plus élevé que le cours de bourse. Dans le modèle de PHILIPPE, l'actionnaire de contrôle recevrait également 50 % de prime et les actionnaires ordinaires la moitié, soit 25 % de prime. Compte tenu du fait que des primes inférieures à 50 % du prix de marché sont généralement octroyées, un régime favorisant les actionnaires minoritaires dans ces circonstances serait plus facilement implémenté. 611

1354 Une approbation de 98 % des droits de vote est nécessaire pour procéder à un squeeze-out, voir l'art. 137 LIMF.

- 612 Concernant la prime d'acquisition, il demeure un risque que l'acquéreur agisse en deux temps. Son acquisition débiterait par le bloc d'actions de contrôle uniquement afin d'éviter le versement d'une prime d'acquisition aux minoritaires. Cela étant fait, il acquerrait l'intégralité des actions restantes en bourse ou par une offre volontaire pure. Afin d'éviter cela, si l'acquéreur du bloc de contrôle, dans les douze mois qui suivent l'opération, acquiert l'entier des participations, les actionnaires ayant vendu leurs actions pourront réclamer une prime d'acquisition. Ce mécanisme reprendrait ainsi celui déjà bien connu de la règle du meilleur prix.
- 613 Notre proposition tente de concilier les intérêts des différentes parties prenantes en tenant compte de leurs intérêts propres selon le contexte de l'opération.
- 614 En procédant ainsi, les sociétés cotées devraient être moins incitées à prévoir des clauses d'*opting-out* dans leurs statuts. L'attrait principal d'une clause d'*opting-out* pour l'actionnaire de contrôle est de se soustraire à la règle du prix minimum pour bénéficier d'une prime. Si la réglementation permet d'octroyer une prime raisonnable lors de l'acquisition du contrôle uniquement et une prime différenciée octroyée à tous les actionnaires en cas de privatisation, ce type de clause devrait être moins intéressante. Dans ce modèle, il reviendra aux sociétés qui veulent bénéficier d'un régime encore plus favorable à travers un *opting-out* d'être suffisamment transparentes sur leur intention afin d'obtenir une approbation de l'actionnariat minoritaire.

4. Conclusion intermédiaire

- 615 Ce dernier chapitre avait pour but d'analyser les primes de contrôle. Cet outil de négociation a été aboli il y a de cela presque dix ans en ce qui concerne les offres obligatoires et volontaires de prise de contrôle. À l'inverse, il demeure utilisable aujourd'hui en ce qui concerne les offres volontaires pures et en présence d'une clause d'*opting-out*. Notre chapitre s'est intéressé à l'intérêt que son rétablissement dans le contexte d'une offre obligatoire aurait pour le marché en général.
- 616 Le régime de l'offre obligatoire connu jusqu'à présent est un outil de protection des actionnaires minoritaires dont l'utilité ne peut pas être contestée.

Dans de nombreux cas, elle permet aux actionnaires minoritaires de sortir à un prix raisonnable. Dans certains cas, le prix de l'offre peut même être en phase avec la valorisation opérée par le marché. Pour cette raison pourtant très simple, nous ne remettons pas en cause ce principe.

Le principe de l'offre obligatoire est certes convaincant, mais il ne peut pas en être dit autant d'une égalité de traitement absolue vis-à-vis du prix offert par l'offrant indépendamment du contexte de fait. Comme nous l'avons étayé dans le cadre du présent chapitre, un traitement égal vis-à-vis du prix offert est justifié lorsque les actionnaires sont dans une position similaire. Ce principe, retrouvé aussi bien en droit des sociétés qu'en droit boursier, relève d'une égalité de traitement relative, dont le pendant est de ne pas traiter de manière égale les actionnaires dans une position différente¹³⁵⁵. 617

Lorsqu'il s'agit de déterminer le prix d'acquisition, l'offrant doit nécessairement tenir compte des particularités de chacun afin de pouvoir procéder à son acquisition. Dans ce contexte, l'actionnaire de contrôle est doté de plusieurs caractéristiques que lui seulement présente. Il est d'abord le seul à détenir un réel contrôle sur la société. Même si l'offrant acquiert des participations en mains du public exclusivement, la présence d'un autre actionnaire détenant une participation équivalente l'empêcherait de pouvoir exercer son contrôle. Essentiellement, sans la participation de l'actionnaire de contrôle à la procédure, l'offrant n'obtiendra probablement pas le contrôle. 618

Ensuite, les actionnaires minoritaires agissent principalement en simple qualité de bailleurs de fonds. Leurs participations peuvent être aisément aliénées à d'autres investisseurs. L'actionnaire de contrôle, pour sa part, se doit de surveiller, mais aussi de prendre part activement à la gestion de la société. À cela s'ajoute encore le fait que sa participation est bien moins liquide étant donné son envergure et qu'il ne peut pas profiter d'une même diversification de son portefeuille que les autres investisseurs. Enfin, le contrôle sur la société permet à l'actionnaire de contrôle d'implémenter sa vision et ses idées afin d'accroître la valeur de la société. Compte tenu de cela, il n'est pas choquant que l'actionnaire de contrôle estime sa participation différemment des autres actionnaires. Pour ces raisons, le versement d'une prime de contrôle, pour convaincre l'actionnaire de contrôle de vendre sa participation, se justifie amplement. 619

1355 Voir supra n° 586 ss.

- 620 Concernant le versement de la prime de contrôle, l'ancien régime n'était pas adapté à la réalité économique. Cela est dû principalement au fait qu'une prime de contrôle pouvait être versée même lorsque la participation n'octroyait pas de contrôle. Cet usage des primes de contrôle, qui violait déjà par essence leur terminologie, ne pouvait pas trouver de réel soutien. Les affaires Quadrant et Harwanne l'ont très clairement démontré.
- 621 Pour cette raison, notre modèle se limite au versement d'une prime de contrôle de 25 %, voire au maximum de 30 %, seulement lorsque la participation acquise octroie un réel contrôle sur la société. Pour ce faire, se fier au seuil de présomption du contrôle de $33\frac{1}{3}$ % des droits de vote, que nous connaissons en matière d'offre obligatoire¹³⁵⁶, paraît être un premier élément de réponse. Cette présomption, qui concrétise un certain pragmatisme du législateur, ne tient néanmoins pas totalement compte de la réalité économique et plus particulièrement des situations de contrôle de fait. Malgré le fait que ces participations n'atteignent pas le seuil de $33\frac{1}{3}$ % des droits de vote, la réalité économique démontre que leurs propriétaires, dans certains cas, exercent également un contrôle stable. Pour en tenir compte, il serait nécessaire d'octroyer à la COPA une marge d'appréciation afin de se prononcer sur l'influence de ces actionnaires. Il serait ainsi possible pour ces actionnaires, dans des cas exceptionnels, de percevoir une prime qui rétribue le risque qu'ils supportent.
- 622 Finalement, proposons encore la création d'un régime de prime d'acquisition qui serait applicable indépendamment d'une clause d'*opting-out*. Cette prime d'acquisition permet de compenser l'exclusion de tous les actionnaires, indépendamment de leur poids de vote, dans le processus décisionnel. Afin de demeurer cohérent avec le régime de la prime de contrôle, l'actionnaire de contrôle percevrait une prime plus importante dans cette hypothèse. Le modèle proposé par PHILIPPE, qui revient à octroyer au maximum une prime deux fois plus importante à l'actionnaire de contrôle, paraît tout à fait convaincant à cet effet.
- 623 Dans un cas comme dans l'autre, nous cherchons à offrir un régime qui tienne compte et favorise dans la mesure du possible aussi bien les actionnaires de contrôle que les actionnaires minoritaires. En faisant cela, nous espérons rendre moins attractif le régime de l'*opting-out*. L'*opting-out*, qu'il soit général ou sélectif, sera en principe toujours désavantageux pour les

1356 Art. 135 al. 1 LIMF.

actionnaires minoritaires qui perdent la protection conférée par le régime de l'offre obligatoire. L'idée est donc de permettre aux sociétés de prévoir des *opting-out* quand les circonstances l'exigent, à l'image de l'affaire MCH Group AG, mais à en limiter l'attrait en dehors de ces circonstances particulières.

CHAPITRE 6 :

CONCLUSION

Tout au long de cette contribution, nous avons pu observer que l'inégalité de traitement au sein des sociétés cotées est un sujet qui a été extensivement traité au sein du paysage helvétique. Les données analysées révèlent qu'il ne s'agit pas seulement d'un sujet d'intérêt purement théorique. En effet, presque la moitié des sociétés cotées suisses prévoient des mécanismes permettant un traitement inégal entre les actionnaires¹³⁵⁷. Il en est d'autant plus intéressant que ces mécanismes se retrouvent largement implémentés dans les sociétés récemment introduites en bourse¹³⁵⁸. Ces nouveaux entrants, en prévoyant de telles mesures au sein de leurs actionnariats, témoignent ainsi de l'intérêt actuel de l'analyse de ce sujet. 624

Au début de cet ouvrage, nous avons ouvert notre problématique en posant une question large, à savoir si le statut occupé par les actionnaires de contrôle pouvait justifier un traitement différencié entre les actionnaires. À cette question, nous concluons qu'il ne peut exister de réponse unique et décisive. En réalité, il nous revient, mais également au lecteur, d'y répondre selon nos sensibilités respectives et selon les paramètres d'un marché donné. 625

De nombreuses sociétés profitent des instruments mis à disposition par le législateur afin de prévoir des traitements différenciés, tout en démontrant une capacité indiscutable à accroître leur rentabilité. À l'inverse, il existe un nombre au moins équivalent de sociétés qui n'exploitent pas ces mécanismes et dont les entreprises se portent tout aussi bien. Enfin, dans un cas comme dans l'autre, un grand nombre de sociétés n'arrivent pas à trouver la structure décisionnelle qui leur convienne et le marché, aussi impitoyable soit-il, ne manque pas de les sanctionner. Dans ce cas, il revient aux dirigeants et surtout aux actionnaires de décider de la structure la plus appropriée afin de poursuivre l'exploitation de leur entreprise. 626

Notre contribution revendique une réflexion académique qui se veut soucieuse des constats relevés dans la pratique. Cette approche ne s'arrête donc pas à ce qui serait théoriquement optimal, mais apporte une profondeur supplémentaire en proposant des améliorations fondées sur l'état actuel de 627

1357 Voir supra Tableau 2.

1358 Voir supra Tableau 2.

la pratique. Au centre de notre réflexion, demeure une question fondamentale : est-il nécessaire d'offrir plus de souplesse aux sociétés afin de structurer leur actionnariat ? À cette interrogation, nous pouvons offrir la réponse claire et décisive qu'est l'affirmative. L'un des principaux constats de notre contribution est le manque de flexibilité offerte dans la structuration des actionnariats. En l'état, le droit suisse octroie une marge de manœuvre limitée. Les actionnaires doivent trancher pour un extrême ou l'autre. Ce dilemme, peu satisfaisant, est particulièrement marqué en matière d'actions à droit de vote privilégié et d'attribution d'une prime de contrôle. Concernant les clauses de restriction à la transmissibilité des actions et de plafonnement du droit de vote, le débat ne porte pas autant sur leur introduction. Plutôt, celui-ci réside dans l'offre limitée que la loi propose afin d'adapter ces clauses aux particularités de l'actionnariat visé. Notre contribution a ainsi exposé ces difficultés.

- 628 De manière générale, nos conclusions mettent l'accent sur le rôle décisif des caractéristiques personnelles que certains actionnaires présentent au sein des sociétés cotées. Dans une large mesure, il est admis que ces critères peuvent conduire à un traitement différencié entre les actionnaires. Les études menées jusqu'à présent se sont principalement penchées sur cette problématique dans le contexte des sociétés anonymes non cotées. Pour notre part, nous l'étudions sous l'angle des sociétés cotées, thématique qui est largement sous-explorée en comparaison. Nous contribuons à combler ce manque en apportant des propositions qui, en mettant en avant ces critères d'ordre personnel, offrent plus de flexibilité dans la structuration des actionnariats cotés.
- 629 Les actions à droit de vote privilégié se situent au cœur de notre problématique. Ce mécanisme, sans surprise, est le sujet d'un bien plus grand nombre de critiques que les clauses d'agrément et de plafonnement du droit de vote. Ceci est dû principalement au fait que, contrairement à ces derniers, l'intention d'opérer un traitement différencié n'est pas dissimulée. Les actions à droit de vote privilégié trouvent toutefois une utilité particulière. En effet, nombreux sont les entrepreneurs dont les sociétés nécessitent un afflux de fonds propres sans que ceux-ci disposent eux-mêmes des ressources suffisantes leur permettant de conserver le contrôle.
- 630 Notre contribution a démontré que la confiance accordée par les actionnaires n'est pas nécessairement sans limite et dépend surtout de la singularité du détenteur du privilège. Les actionnaires accordent leur confiance au

détenteur du privilège lorsqu'ils déterminent que sa vision pour le futur de la société offrira un meilleur rendement que celle du marché. Ils peuvent également l'accorder à un cercle restreint de personnes qui entourent le détenteur du privilège, lorsqu'ils les estiment capables de perpétuer sa vision dans le futur. Cette dynamique est par exemple retrouvée dans les sociétés de famille, dans lesquelles il est attendu des héritiers qu'ils respectent les traditions familiales et la vision de leurs aïeux. Dans ce cas, il peut être concédé au cercle familial que le privilège de vote leur sera transmis. Il peut cependant en être autrement lorsque des actions dotées du privilège sortent de ce cercle. Or, la réglementation en vigueur ne permet pas aux sociétés de prévoir des règles adaptées à une telle situation.

Afin de répondre à ce problème, nous proposons d'élargir l'éventail de possibilités en autorisant, entre autres, à conditionner le privilège de vote. Cela permet aux actionnaires de prévoir des situations dans lesquelles un privilège de vote peut être retiré. Il est soutenu à ce titre que les conditions doivent viser des événements, par exemple le décès de l'actionnaire, son départ d'une position dirigeante ou encore l'aliénation à un actionnaire non-membre d'une famille déterminée. À l'inverse, conditionner le privilège de vote à une durée déterminée avec la possibilité, à terme, de renouveler le privilège par un vote de l'assemblée générale est contre-productif. Cette dernière possibilité a pour conséquence d'obliger le détenteur du privilège à satisfaire les attentes des actionnaires ordinaires, en particulier sur le court terme, dans une trop large mesure. Cela entrerait dès lors en contradiction avec l'objectif d'imperméabilisation face à la pression actionnariale que le privilège de vote poursuit.

631

Les bons de participation ont également été abordés. Ces titres, qui n'octroient pas de droit de vote à leur détenteur, permettent d'accroître le capital de la société sans que l'actionnaire de contrôle concède le moindre droit de vote. Ce mécanisme pousse le débat sur l'attribution du droit de vote à son paroxysme. Force est de constater que les bons de participations étaient particulièrement populaires à la fin du 20^e siècle, mais sont en perdition récemment. Les bons de participation s'éloignent trop des deux modèles principaux, à savoir le régime capitaliste d'une action, une voix et le régime oligarque du privilège de vote, pour être un instrument vers lequel le marché se tournera dans un futur proche. Néanmoins, l'absence d'introductions en bourse suivant un tel modèle dans l'actualité ne permet pas de tirer un trait net sur celui-ci. Compte tenu de la libéralisation de ce mécanisme

632

dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme, si les conditions s'y prêtent, peut-être verrons-nous une société s'introduire en bourse en Suisse avec des bons de participation cotés dans un futur proche. Cette éventualité demeurera néanmoins l'exception.

- 633 L'analyse juridique des clauses de restrictions à la transmissibilité des actions et des clauses de plafonnement du droit de vote a permis de mettre en lumière les difficultés pratiques auxquelles elles peuvent faire face. Dans un cas comme dans l'autre, le but poursuivi par ces clauses est de restreindre l'exercice du droit de vote d'un nouvel entrant dans la société. Il s'agit ainsi surtout d'éviter la constitution d'un contre-pouvoir et donc de pérenniser le contrôle.
- 634 Néanmoins, les clauses d'agrément ont récemment fait face à une interprétation jurisprudentielle extensive. Bien qu'il ne s'agisse pas d'une décision prononcée par le Tribunal fédéral, la tendance apparaît marquée par une volonté d'interpréter ces clauses dans une dimension économique et pragmatique plutôt que formelle. Les actionnaires de contrôle brandissent ainsi une lame à double tranchant. Ceux-ci se retrouvent effectivement protégés contre l'élévation d'un actionnaire non désiré dans l'échelle du pouvoir. Le prix à payer pour cette défense efficace est toutefois d'être soumis à une même restriction en cas d'aliénation de leur participation de contrôle à un tiers. À cette fin, le tiers acquéreur devra être soutenu par le conseil d'administration, ce dernier devant s'assurer que l'acquisition en cause est dans l'intérêt de la société.
- 635 Afin de répondre à ce problème, nous proposons au marché de s'intéresser aux clauses de plafonnement du droit de vote, lesquelles se sont révélées être une solution adaptée pour quelques sociétés. Ces clauses, qui ont été essentiellement délaissées au profit des clauses d'agrément, ne sont pas autant encadrées par le Code des obligations. Ainsi, certaines sociétés profitent de ce silence du législateur pour formuler des clauses de plafonnement qui répondent à certaines de leurs attentes. Leur usage se limite, pour l'instant, à un assouplissement de certains principes impératifs applicables en matière de clauses d'agrément. La question se pose de savoir s'il serait possible d'élargir leur champ au-delà de ce qui est autorisé en matière d'agrément. De manière générale, un actionnaire possédant des actions à droit de vote privilégié est légitimé à céder sa participation à la personne de son choix. Les clauses de plafonnement du droit de vote qui, comme le Tribunal fédéral l'a rappelé, se rapprochent des actions à droit de vote privilégié,

devraient alors bénéficier d'une même marge de manœuvre. Cette interprétation permet d'élargir les hypothèses dans lesquelles le conseil d'administration ne peut pas restreindre l'exercice du droit de vote.

Enfin, nous proposons une réflexion critique des primes de contrôle. L'ancien régime permettait de tenir compte du rôle particulier d'un actionnaire de contrôle en lui octroyant un prix préférentiel lors de la vente de ses actions. Cette différence de prix payée, qui ne pouvait dépasser 25 %, avait pour but de tenir compte du contrôle obtenu par l'acquisition de ce bloc d'actions. Son principal défaut demeurait qu'une prime de contrôle pouvait être versée en dépit d'une participation de contrôle. Dès lors, des actionnaires détenant une participation minoritaire pouvaient bénéficier d'une prime, tandis que d'autres actionnaires, dont le rôle est essentiellement similaire, pouvaient ne pas en profiter. 636

L'abolition de la prime de contrôle en 2013 a permis de pallier cette inégalité de traitement dans les actionnariats dispersés et dans les actionnariats concentrés, mais non contrôlés. Elle a toutefois contribué à creuser un fossé entre deux extrêmes. D'un côté, les actionnaires de contrôle qui se soumettent au régime de l'offre obligatoire ne peuvent plus percevoir une prime de contrôle. De l'autre, les actionnaires de contrôle dans les sociétés ayant prévu d'*opt-out* de l'offre obligatoire peuvent se voir octroyer une prime de contrôle sans limite. 637

Afin de combler ce fossé, nous proposons de rétablir un système de prime, mais cette fois-ci à deux échelons. Le premier intervient en cas de vente d'une participation de contrôle. Dans ce cas, une prime de contrôle, dans une limite similaire à ce qui était prévu dans l'ancien droit, peut être versée à l'actionnaire de contrôle exclusivement. Le versement d'une prime de contrôle est cependant soumis à la condition que la participation octroie effectivement le contrôle sur la société. Cette condition répond à la principale critique de l'ancien régime. Les actionnaires minoritaires ne perçoivent pas directement une prime, mais bénéficient tout de même des négociations de l'actionnaire de contrôle si celui-ci obtient un prix supérieur de plus de 25 % au cours de bourse. 638

Le second échelon est qualifié de « prime d'acquisition » et intervient lorsque l'offrant souhaite acquérir l'intégralité des titres de participation à l'issue de son offre. Dans ce cas, l'actionnaire de contrôle peut encore prétendre à une prime. Toutefois, les actionnaires minoritaires, afin de compenser leur exclusion de la société, peuvent également percevoir une prime de mino- 639

ritaire. L'écart entre la prime de minoritaire et la prime de contrôle sera au maximum de moitié. Ce régime, nommé « prime d'acquisition », permet de compenser l'exclusion de tous les actionnaires de la société et incidemment leur possibilité de percevoir un rendement sur les bénéfices futurs. Puisqu'il s'agit d'une prime versée en cas d'exclusion de tous les actionnaires, le régime de l'*opting-out* ne doit pas empêcher son versement afin de garantir son utilité.

- 640 Ce système à double échelon permet, à notre avis, de trouver un nouvel équilibre au sein des offres publiques d'acquisition. Celui-ci tient compte du rôle de l'actionnaire de contrôle tout en ne délaissant pas les actionnaires ordinaires lorsque la transaction vise également leur exclusion.
- 641 Finalement, notre contribution apporte une pierre à l'édifice que représente le débat, dont le nom est repris de l'anglais, « *does one size fit all?* ». L'importance grandissante des investisseurs institutionnels sur le marché tend à répondre par la positive à cette question. Ces investisseurs, grâce à leur influence, incitent les sociétés à se conformer à leur vision d'une « bonne gouvernance ». Cette bonne gouvernance, qu'ils délimitent selon leurs propres intérêts, doit répondre, selon eux, à divers critères. Parmi ceux-ci, nous retrouvons le principe d'une action, une voix, lequel est censé promouvoir une démocratie actionnariale en alignant le risque financier et l'assise décisionnelle de l'investisseur. L'absence d'un privilège de vote permet dès lors aux grands investisseurs d'exercer un plus grand contrôle sur la gestion, et incidemment sur leur investissement. Enfin, nous retrouvons également une réticence vis-à-vis du versement d'une prime de contrôle au seul actionnaire de contrôle. Ce dernier, malgré sa fonction différente, ne devrait pas être traité différemment vis-à-vis du prix de l'offre. En réalité, le versement d'une prime de contrôle à ce seul actionnaire prive les autres investisseurs qui ne sont pas au contrôle d'un rendement supérieur sur leur titre. Dans un cas comme dans l'autre, le principe *one size fits all* sert ainsi de fer de lance aux grands investisseurs sur le marché afin de sécuriser leur investissement. Notre contribution prouve qu'en réalité, *one size does not fit all*. En effet, tout au long de cet ouvrage, nous avons démontré que bien que la cotation d'une société ouvre son capital au public, elle n'en demeure pas moins le noyau d'un ensemble de relations et de contrats entre particuliers. Ainsi, les règles mises en place doivent octroyer suffisamment de flexibilité pour que les parties puissent l'aménager afin de trouver la forme qui leur est la plus adaptée.

Nos différentes propositions visent principalement à élargir les possibilités offertes aux actionnaires pour aménager leurs relations. Lorsque la réglementation apporte un degré de protection suffisant aux parties prenantes, il est possible de leur offrir un cadre plus souple afin de les aider à se structurer. En octroyant davantage de liberté aux actionnaires, ceux-ci peuvent plus facilement trouver un terrain d'entente. En fin de compte, il s'agit de cette cohésion entre les actionnaires, qui passe bien souvent par l'acceptation des différences inhérentes à leurs visions et à leurs rôles respectifs, qui doit être recherchée. En leur offrant les outils pour surmonter ce blocage, les actionnariats pourront se focaliser sur le but ultime de leur entreprise commune, à savoir sa croissance.

ANNEXE

DONNÉES RELATIVES AUX SOCIÉTÉS COTÉES EN SUISSE ET À LEUR CONTRÔLE

**Tableau 1 : Actionnaires de contrôle, concentration et rivalité
au sein de l'actionnariat des sociétés cotées suisses**

	SIX	SMI	SMIM	Cotations 2010-2020
Nombre de sociétés	230	20	30	50
Actionnaire(s) de contrôle	128	4	11	37
Concentration	169	6	18	39
Rivalité	13	0	0	0

Note : Les données présentées sont recensées au 1^{er} août 2020.

**Tableau 2 : Recensement des mesures permettant un traitement
différencié au sein des sociétés cotées suisses**

	SIX	SMI	SMIM	Cotations 2010-2020
Nombre de sociétés	230	20	30	50
Mesures permettant un traitement différencié	114	7	13	26
Droit de vote privilégié	13	2	0	4
Clause d'agrément	55	5	10	8
Plafonnement du droit de vote	14	4	6	5
Opting-out	54	0	5	13

Note : Les données présentées sont recensées au 1^{er} août 2020. Les clauses d'*opting-up* ne sont pas référencées.

Tableau 3 : Répartition entre 2011 et 2020 des offres publiques d'acquisition accomplies selon la structure du droit de vote

Année	SA avec droit de vote privilégié (art. 693 CO)	SA sans droit de vote privilégié (art. 692 CO)
2020	1	1
2019	2	3
2018	1	3
2017	0	4
2016	1	5
2015	0	2
2014	1	5
2013	0	3
2012	1	1
2011	3	5
Total	10	32

Note : Les données présentées sont recensées au 31 décembre 2020.

Tableau 4 : Répartition des clauses d'agrément et de plafonnement du droit de vote selon la structure actionnariale (SIX)

	Agrément (685a ss CO)	Agrément en pour cent (685d ss CO)		Plafonnement exclusif		Agrément et plafonnement conjoints	
		≤5%	>5%	≤5%	>5%	≤5%	>5%
Actionnariat concentré	9	14	7	1	0	3	0
Actionnariat dispersé	0	6	1	1	1	7	1
Total	9	20	8	2	1	10	1

Note : Les données présentées sont recensées au 1^{er} août 2020. Les banques cantonales et la Banque nationale suisse sont exclues de nos résultats. Les clauses d'agrément portant sur la nationalité de l'acquéreur sont exclues, étant précisé qu'elles se comptent au nombre de trois.

Tableau 5 : Répartition des clauses d'agrément en pour cent selon la présence d'exemptions actives (SIX)

	Agrément en pour cent (685d ss CO)		Agrément et plafonnement conjoint	
	<u><5%</u>	<u>≥5%</u>	<u><5%</u>	<u>≥5%</u>
Total de clauses d'agrément	20	8	10	1
Exemption accordée à un actionnaire	18	8	6	0

Note : Les données présentées sont recensées au 1^{er} août 2020. Les banques cantonales et la Banque nationale suisse sont exclues de nos résultats.

Tableau 6 : Recensement des clauses d'opting-out au sein des sociétés cotées suisses

	SIX	SMI	SMIM	Cotations 2010-2020
Nombre de sociétés	230	20	30	50
<i>Opting-out</i> général	52	0	4	13
<i>Opting-out</i> sélectif	2	0	1	0
Total	54	0	5	13

Note : Les données présentées sont recensées au 1^{er} août 2020.

Tableau 7 : Répartition des clauses d'opting-out selon la structure actionnariale (SIX)

	Actionnariat concentré	Actionnariat dispersé
<i>Opting-out</i> général	50	2
<i>Opting-out</i> sélectif	1	1
Total	51	3

Note : Les données présentées sont recensées au 1^{er} août 2020.

Tableau 8 : Conséquence de l’effet de levier sur la majorité absolue

Effet de levier	Pourcentage d’actions à droit de vote privilégié octroyant une majorité absolue
2:1	33,33%
5:1	16,67%
10:1	9,09%
20:1	4,762%
100:1	1%

BIBLIOGRAPHIE

Doctrine

ADAMS Renee B. / FERREIRA Daniel, One Share, One Vote: The Empirical Evidence, *Review of Finance*, vol. 12, n° 1, 2008, p. 51 ss.

AESCHBACH FLOREZ Jessica, La liquidation forcée des groupes de sociétés, thèse, Zurich 2012.

AGHION Philippe / BOLTON Patrick, An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, *The Review of Economic Studies*, vol. 59, n° 3, 1992, p. 473 ss.

AMOAKO-ADU Ben / BAULKARAN Vishal / SMITH Brian F., Executive compensation in firms with concentrated control: The impact of dual class structure and family management, *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, n° 5, 2011, p. 1580 ss.

ANAND Anita Indira, *Shareholder-driven Corporate Governance*, New-York, 2020.

ANDERSON Ronald C. / OTTOLENGHI Ezgi / REEB David M., The Dual Class Premium: A Family Affair, *Fox School of Business Research Paper* n° 17-021, 2017, p. 1 ss.

ANDRADE Lélis Pedro / BRESSAN Aureliano / IQUIAPAZA Robert, Dual class shares, board of directors' effectiveness and firm's market value: an empirical study, *Journal of Management & Governance*, vol. 21, n° 4, 2017, p. 1053 ss.

ANH Byung Hyun / FISCH Jill E. / PATATOUKAS Panos N. / DAVIDOFF SOLOMON Steven, Synthetic Governance, *Columbia Business Law Review*, vol. 2021, p. 476 ss.

AREF Magda / VON DER CRONE Hans Caspar, Selektives opting-up und die öffentliche Angebotspflicht, *RSDA* 6/2020, p. 726 ss.

AUBERSON Camille / OPPLIGER Damien, L'affaire Sika: un exemple en faveur d'une approche économique des transferts d'actions soumis à l'agrément de la société, *RSDA* 6/2015, p. 614 ss.

AUER Andreas/MALINVERNI Giorgio/HOTTELIER Michel, *Droit constitutionnel suisse – Volume II: Les droits fondamentaux*, 2^e éd., Berne 2006.

BAHAR Rashid, *Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions – Une approche systématique*, thèse, Genève 2004.

BAHAR Rashid, Commentaire ad art. 125 à 141 LIMF, in TERCIER Pierre/AMSTUTZ Marc/TRIGO TRINDADE Rita (éds), *Commentaire romand. Code des obligations II*, Art. 530-1186 CO, Art. 120-141 LIMF, ORAb, Lfus (intro.) et LTI (intro.), 2^e éd., Bâle 2017.

BAHAR Rashid/PEYER Martin, Commentaire ad art. 654-656g CO, in HANDSCHIN Lukas (édit.), *Die Aktiengesellschaft. Rechte und Pflichten der Aktionäre – Art. 620-659b OR*, 2^e éd., Zurich 2016 (cité: ZK-BAHAR/PEYER).

BARTHOLD Beat M., *Mezzanine-Finanzierung von Unternehmensübernahmen und Jungunternehmen*, RSDA 5/2000, p. 224 ss.

BARTHOLD Beat M./ISLER Martina, Commentaire ad art. 125 LIMF, in SETHE Rolf/FAVRE Olivier/HESS Martin/KRAMER Stefan/SCHOTT Ansgar (éds), *Schulthess Kommentar – Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz FinfraG*, Zurich 2017 (cité: SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER).

BARTHOLD Beat M./SCHILTER Irène, Commentaire ad art. 135-136 LIMF, in SETHE Rolf/FAVRE Olivier/HESS Martin/KRAMER Stefan/SCHOTT Ansgar (éds), *Schulthess Kommentar – Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz FinfraG*, Zurich/Bâle/Genève 2017 (cité: SK FinfraG-BARTHOLD/SCHILTER).

Barzuza Michal, *Inefficient Tailoring: The Private Ordering Paradox in Corporate Law*, *Harvard Business Law Review*, vol. 8, 2018, p. 131 ss (cité: BARZUZA [2018]).

BARZUZA Michal, *Price Considerations in the Market for Corporate Law*, *Cardozo Law Review*, vol. 26, n° 1, 2004, p. 127 ss (cité: BARZUZA [2004]).

BAUDENBACHER Carl, Commentaire ad art. 623 CO, in WATTER Rolf/VOGT Hans-Ueli (éds), *Basler Kommentar zum Obligationenrecht II*, Art. 530-964 OR, Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH, 6^e éd., Bâle 2021.

BAUGUESS Scott W./SLOVIN Myron B./SUSHKA Marie E., Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights, *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, n° 4, 2012, p. 1244 ss.

BAULKARAN Vishaal, Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 54, n° 1, 2014, p. 70 ss.

BAUM Olivier/VON DER CRONE Hans Caspar, Selektives Opting out und Transaktionsvereinbarung, *RSDA* 4/2015, p. 417 ss.

BAUMGARTNER Urs L., Die Vinkulierungsvorschriften des neues Aktienrechtes und das schweizerische Ausländerrecht, *RSDA* 4/1992, p. 149 ss.

BAUMOL William J., Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive, *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 5, 1990, p. 893 ss.

BEBCHUK Lucian A./BRAV Alon/JIANG Wei, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, *Columbia Law Review*, vol. 115, n° 5, 2015, p. 1085 ss.

BEBCHUK Lucian A./HIRST Scott, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy, *Columbia Law Review*, vol. 119, 2019, p. 2029 ss.

BEBCHUK Lucian A./KASTIEL Kobi, The peril of small-minority controllers, *Georgetown Law Journal*, vol. 107, 2019, p. 1453 ss (cité: BEBCHUK/KASTIEL [2019]).

BEBCHUK Lucian A./KASTIEL Kobi, The untenable case for perpetual Dual-Class stock, *Virginia Law Review*, vol. 103, 2017, p. 585 ss (cité: BEBCHUK/KASTIEL [2017]).

BECHT Marco/KAMISARENKA Yuliya/PAJUSTE Anete, Loyalty Shares with Tenure Voting – Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment, *Journal of Law and Economics*, vol. 63, n° 3, 2020, p. 473 ss.

BEIER Michael/HAUSER Christian/HAUSER Heinz, Die Bedeutung börsenkotierter Aktiengesellschaften für die Schweizer Volkswirtschaft – Studien zuhanden von economistesuisse, Verband der Schweizer Unternehmen, 2013.

BENNEDSEN Morten/NIELSEN Kasper Meisner, Incentive and entrenchment effects in European ownership, *Journal of Banking & Finance*, vol. 34, n° 9, 2010, p. 2212 ss.

BENOÎT Armand, La représentation de groupes et de minorités d'actionnaires à l'administration des sociétés anonymes (Code des obligations, art. 708, alinéas 4 et 5) : Etude des règles d'organisation et aperçu de quelques règles étrangères, thèse, Lausanne 1956.

BERGER David J./DAVIDOFF SOLOMON Steven/BENJAMIN Aaron J., Tenure Voting and the U.S. Public Company, *Business Lawyer*, vol. 72, n° 2, 2017, p. 295 ss.

BERGSTRÖM Clas/RYDQVIST Kristian, Ownership of equity in dual-class firms, *Journal of Banking & Finance*, vol. 14, vol. 2-3, 1990, p. 255 ss.

BERLE Adolf A./MEANS Gardiner C., *Modern Corporation and Private Property*, Washington 1933.

BESSON Samantha, L'égalité horizontale – l'égalité de traitement entre particuliers, thèse, Fribourg 1999.

BETTSCHART Sébastien, Le rôle du conseil d'administration dans le financement par fonds propres, in CANAPA Damiano/CHENAUX Jean-Luc/PHILIPPIN Edgar (éds), *Développements récents en droit commercial VIII*, Lausanne 2022, p. 1 ss.

BEYELER Karin, *Konzernleitung Im schweizerischen Privatrecht*, thèse, Zurich 2004.

BIERI Adrian, Statutarische Beschränkungen des Stimmrechts bei Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien, thèse, Zurich/Saint-Gall 2011.

BINDER Andreas/VETTER Meinrad, Der Partizipationsschein – eine Auslegeordnung, in LORANDI Francon/STAEHELIN Daniel (éds), *Innovatives Recht – Festschrift für Ivo Schwander*, Zurich 2011, p. 275 ss.

BLAAS Sonja, *Entsehung und Nachweis der angebotspflichtigen Gruppe*, thèse, Berne 2016.

BLANC Mathieu, *Corporate Governance dans les groupes de sociétés*, *Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht*, vol. 290, thèse, Zurich/St-Gall 2010.

BLOCH Olivier, Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse – Avec un aperçu du droit des marchés financiers, 3^e éd., Genève/Zurich/Bâle 2021.

BÖCKLI Peter, Neue OR-Rechnungslegung, 2^e éd., Zurich 2019 (cité: BÖCKLI [2019]).

BÖCKLI Peter, Konzern und Konzerninteresse aus dem Blickwinkel des Einordnungskonzepts, in SETHE Rolf/ISLER Peter R. (éds), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht VII, Zurich 2014, p. 203 ss (cité: BÖCKLI [2014]).

BÖCKLI Peter, Schweizer Aktienrecht, 5^e éd., Zurich 2022 (cité: BÖCKLI [2022]).

BÖCKLI Peter, Schweizer Aktienrecht, 4^e éd., Zurich 2009 (cité: BÖCKLI [2009]).

BOEMLE Max, Le capital-participation et les bons de jouissance, L'expert comptable suisse 11/91, p. 598 ss.

BOHRER Andreas, Corporate Governance and Capital Market Transactions in Switzerland, thèse d'habilitation, Zurich 2005.

BOHRER Andreas/KUBLI Andreas, Mandatory Offer or Opting-out? – Guidelines for Companies listed on a Swiss Exchange, ECS 9/1998, p. 907 ss.

BOHRER Andreas/KUMMER Angela, Commentaire ad art. 692 CO, in HANDSCHIN Lukas/JUNG Peter (éds), Art. 660-697m OR – Die Aktiengesellschaft. Rechte und Pflichten der Aktionäre, 2^e éd., Zurich 2021 (cité: ZK-BOHRER/KUMMER).

BOLTON Patrick/SAMAMA Frédéric, Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 25, n° 3, 2013, p. 38 ss.

BORER Jürg, Orell Füssli Kommentar, Wettbewerbsrecht I Kommentar – Schweizerisches Kartellgesetz (KG) mit den Ausführungserlassen sowie einschlägigen Bekanntmachungen und Meldeformularen der WEKO, 3^e éd., Zurich 2011.

BORNIER Philippe, Ordonnance de Louis XIV sur le commerce – enrichie d'annotations et de décisions importantes, Paris 1767.

BOYER Dominique/RUBIDO José-Miguel/VALINCIUTE FAIVRE Vilma, Bon de participation ou de jouissance: questions choisies en matière commerciale, REPRAX 4/2019, p. 132 ss.

BRUNNER Christoph, Wertrechte – nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere – ein Beitrag zur rechtlichen Erfassung des Effektingiroverkehrs, thèse, Berne 1996.

BUCHELER Rémy, Abrégé de droit comptable – Articles 957 ss CO et législation sur les sociétés et autres entités, 2^e éd., Zurich 2018.

BÜHLER Christoph B., Informationsversorgung im Konzern – Rechtliche Rahmenbedingungen für den Austausch von Finanzinformationen zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft, in WEBER Rolf H./STOFFEL Walter A./CHENAUX Jean-Luc/SETHE Rolf (éds), Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts – Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zurich 2017, p. 153 ss (cité: BÜHLER [2017]).

BÜHLER Christoph B., Eigenheiten der Corporate Governance von Aktiengesellschaften mit staatlicher Beteiligung, RSJ 107/2011, p. 513 ss (cité: BÜHLER [2011]).

BURCKHARDT Christoph, Loyalitätsaktien im Rahmen der Aktienrechtsrevision, in FORRER Lucas/MÜLLER Matthias P.A./ZUUR Floris (éds), Das Aktienrecht im Wandel – Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt, Zurich 2020, p. 367 ss.

BÜRGI Wolfhart F., Die Aktiengesellschaft – Rechte und Pflichten der Aktionäre, Zürcher Kommentar Art. 660-697 OR, Zurich 1957 (cité: ZK-BÜRGI).

BURSON Jonathan J./JENSEN Marlin R.H., Institutional ownership of dual-class companies, Journal of Financial Economic Policy, vol. 13, n° 2, 2021, p. 206 ss.

CADBURY Adrian, Avant-propos, in ISKANDER Magdi R./CHAMLOU Nadereh (éds), Corporate Governance: A Framework for Implementation, Washington 2000 (cité: CADBURY [avant-propos]).

CAMENZIND Alois/HONAUER Niklaus/VALLENDER Klaus/JUNG Marcel/PROBST Simeon, Handbuch zum Mehrwertsteuergesetz (MWStG), 3^e éd., Berne 2012.

DE CAPITANI Werner, Der delegierte Verwaltungsrat, RSJ 90/1994, p. 347 ss.

CARVAHAL DA SILVA Andre / SUBRAHMANYAM Avanidhar, Dual-Class Premium, Corporate Governance, and the Mandatory Bid Rule: Evidence from Brazilian Stock Market, *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, n° 1, 2007, p. 1 ss.

CHABLOZ Isabelle, Rapport relatif au postulat 18.4092 « actions de loyauté » du 29 juin 2022 (cité : CHABLOZ [2022]).

CHABLOZ Isabelle, Opting out ou quand l'offre obligatoire rate sa cible, *PJA* 3/2018, p. 270 ss (cité : CHABLOZ [2018]).

CHABLOZ Isabelle, Actionnaires dans les sociétés cotées : actions légales et gouvernance – étude comparée : Suisse, Australie, Allemagne, thèse d'habilitation, Genève 2012 (cité : CHABLOZ [2012]).

CHABLOZ Isabelle, Les clauses d'opting out sélectives, in COMMISSION DES OPA (édit.), *Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis*, Zurich 2005, p. 115 ss (cité : CHABLOZ (2005)).

CHATTERJEE Promotes / IRMAK Caglar / ROSE Randall L., The Endowment Effect as Self-Enhancement in Response to Threat, *Journal of Consumer Research*, vol. 40, n° 3, 2013, p. 460 ss.

CHEMANUR Thomas J. / JIAO Yawen, Dual Class IPOs, Share Recapitalizations, and Unifications: A Theoretical Analysis, *Journal of Banking and Finance*, vol. 36, 2012, p. 305 ss.

CHEN Christopher, A One-Size-Fits-All Approach to Corporate Governance Codes and Compliance by Smaller Listed Firms: An Examination of Companies Listed in Hong Kong and Singapore, *Berkeley Business Law Journal*, vol. 15, n° 2, 2019, p. 337 ss.

CHENAUX Jean-Luc, Gouvernance des sociétés de famille – Quels sont les enjeux?, *RSDA* 5/2015, p. 517 ss (cité : CHENAUX [2015]).

CHENAUX Jean-Luc, Corporate Governance: l'état du droit positif suisse – Code des obligations, Loi sur les bourses et Loi sur les banques / 2. Les droits des actionnaires, in DESSEMONTET François / BOHRER Gaétan (éds), *Corporate Governance en Suisse*, Lausanne 2003, p. 107 ss (cité : CHENAUX [2003]).

CHENAUX Jean-Luc / BEROUD Guy, Gouvernance des groupes : « E Pluribus Unum » ?, *RSDA* 4/2018, p. 342 ss.

CHENAUX Jean-Luc / GACHET Alexandre, Commentaire ad art. 678 CO, in TERCIER Pierre / AMSTUTZ Marc / TRIGO TRINDADE Rita (éds), Commentaire romand. Code des obligations II, Art. 530-1186 CO, Art. 120-141 LIMF, ORAb, LFus (intro.) et LTI (intro.), 2^e éd., Bâle 2017.

CHENAUX Jean-Luc / ROCHAT Frédéric, Le représentant de l'État au conseil d'administration, in WEBER Rolf H. / STOFFEL Walter A. / CHENAUX Jean-Luc / SETHE Rolf (éds), Aktuelle herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts – Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zurich 2017, p. 39 ss.

CHERIDITO Yves / SCHNELLER Thomas, Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung – Sorgfältige Analyse und Anwendungshinweise unerlässlich, ST 6-7/08, p. 416 ss.

CHOI Albert H., Concentrated Ownership and Long-Term Shareholder Value, Harvard Business Law Review, vol. 53, 2018, p. 53 ss.

CHRISTE Pierre, Aperçu des principales nouveautés dans le domaine du capital-actions et du droit comptable, RJJ 1992, p. 175 ss.

CLAESSENS Stijn / DJANKOV Simeon / FAN Joseph P.H. / LANG Larry H.P., Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, The Journal of Finance, vol. 57, n° 6, 2002, p. 2741 ss.

COURVOISIER Matthias / SCHNYDER Marion, Öffentliche Übernahmen von Publikumsgesellschaften – Möglichkeiten und Schranken des Einsatzes von Mitteln der zivilrechtlichen Rechtsdurchsetzung, RSDA 3/2016, p. 269 ss.

COX James D., Equal Treatment for Shareholders: An Essay, Cardozo Law Review, vol. 19, 1997, p. 615 ss.

CRAMER Conradin, Commentaire ad art. 685d CO, in HANDSCHIN Lukas / JUNG Peter (éds), Art. 660-697m OR – Die Aktiengesellschaft. Rechte und Pflichten der Aktionäre, 2^e éd., Zurich 2021 (cité: ZK-CRAMER).

CREMERS Martijn / GIAMBONA Erasmo / SEPE Simone M. / WANG Ye, Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value, non publié (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2693231).

CREMERS Martijn / LAUTERBACH Beni / PAJUSTE Anete, The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation, ECGI Finance Working Paper n° 550, 2020.

DAENIKER Daniel, Loyalitätsaktien – Postulat oder Rechtswirklichkeit?, in TSCHÄNI Rudolf (édit.), *Mergers & Acquisitions XVII*, Zurich 2015, p. 139 ss (cité: DAENIKER [2015]).

DAENIKER Daniel, One share, one vote – Bedeutung der Debatte für die M&A Praxis, in TSCHÄNI Rudolf (édit.), *Mergers & Acquisitions XV*, Zurich 2013, p. 145 ss (cité: DAENIKER (2013)).

DALLAS Lynne L. / BARRY Jordan M., Long-Term Shareholders and Time-Phased Voting, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 40, 2015, p. 541 ss.

DARBELLAY Aline / SAMB Lukaz, Trois modèles de contrôle des investissements transfrontaliers – Accent sur la portée extensive de la sécurité publique à travers la protection des technologies critiques, *RSDA* 4/2020, p. 419 ss.

DEANGELO Harry / DEANGELO Linda, Managerial Ownership of Voting Rights – A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock, *Journal of Financial Economics*, vol. 14, 1985, p. 33 ss.

DEFFERRARD Francine, Les restrictions au transfert des actions non cotées dans le droit de la société anonyme (art. 685a-685c CO), in GIANORA Tristan / CHABOT Flavio-Gabriel (éds), *Développements récents en droit commercial IV*, Lausanne 2015, p. 1 ss (cité: DEFFERRARD [2015]).

DEFFERRARD Francine, Le transfert des actions nominatives liées non cotées, thèse, Fribourg 1999 (cité: DEFFERRARD [1999]).

DEKKER Stephan, Commentaire ad art. 685d CO et 963 CO, in WIBMER Jeannette K. (édit.), *Orell Füssli Kommentar, Aktienrecht Kommentar – Aktiengesellschaft, Rechnungslegungsrecht, VegüV, GeBüV, VASR*, Zurich 2016 (cité: OFK-DEKKER).

DESJARDINE Mark R. / DURAND Rodolphe, Disentangling the effects of hedge fund activism on firm financial and social performance, *Strategic Management Journal*, vol. 41, n° 6, 2020, p. 1054 ss.

DE STEIGER FRANZ, *Le droit des sociétés anonymes en Suisse*, Lausanne 1973.

DIMITROV Valentin / JAIN Prem C., Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns, *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, n° 2, 2006, p. 342 ss.

DITTMANN Ingolf/ULBRICHT Niels, Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications, *European Financial Management*, vol. 14, n° 1, 2008, p. 163 ss.

DUPASQUIER Ulysse, Le financement d'une jeune société – Environnement légal et rapports entre les acteurs du financement de jeunes sociétés anonymes, dans le cadre du financement par fonds étrangers et fonds propres, du financement participation et des ICO, thèse, Neuchâtel 2019.

DU PASQUIER Shelby/OERTLE Matthias, Les restrictions au transfert des actions nominatives liées, *PJA* 6/1992, p. 758 ss.

DU PASQUIER Shelby/WOLF Matthias/OERTLE Matthias, Commentaire ad art. 685b CO, in WATTER Rolf/VOGT Hans-Ueli (éds), *Basler Kommentar zum Obligationenrecht II*, Art. 530-964 OR, Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH, 6^e éd., Bâle 2021.

DOMBRET Andreas R., Übernahmeprämien im Rahmen von M&A-Transaktionen – Bestimmungsfaktoren und Entwicklungen in Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und den USA, thèse, Wiesbaden 2006.

DUBS Dieter/TRUFFER Roland, Commentaire ad art. 704 CO, in WATTER Rolf/VOGT Hans-Ueli (éds), *Basler Kommentar zum Obligationenrecht II*, Art. 530-964 OR, Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH, 6^e éd., Bâle 2021.

DUCOULOUX-FAVARD Claude, L'histoire des grandes sociétés en Allemagne, en France et en Italie, *Revue internationale de droit comparé*, vol. 44, n° 4, 1992, p. 849 ss.

DUCREY Patrik/DROLSHAMMER Jens, Commentaire ad art. 4 al. 3 LCart, in HOMBURGER Eric/SCHMIDHAUSER Bruno/HOFFET Franz/DUCREY Patrik (éds), *Kommentar zum schweizerischen Kartellgesetz vom 6. Oktober 1995 und zu den dazugehörigen Verordnungen*, Zurich 1997 (cité: *Kommentar KG-DUCREY/DROLSHAMMER*).

DUNLAVY Colleen A., Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights, *Washington and Lee Law Review*, vol. 63, 2006, p. 1347 ss.

DUVOISIN Paul-Benoît, L'égalité de traitement dans le processus de fusion de sociétés, in BAHAR Rashid/TRIGO TRINDADE Rita (éds), *L'égalité de traitement dans l'ordre juridique: fondements et perspectives*, Zurich 2013, p. 359 ss.

DRUEY Jean Nicolas/DRUEY JUST Eva/GLANZMANN Lukas, *Gesellschafts- und Handelsrecht*, 12^e éd., Zurich 2021.

DYCK Alexander/ZINGALES Luigi, Private Benefits of Control: An international Comparison, *The Journal of Finance*, vol. 59, n° 2, 2004, p. 537 ss.

EASTERBROOK Frank H./FISCHEL Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge/Londres 1991.

EDELMAN Paul H./JIANG Wei/THOMAS Randall S., Will Tenure Voting Give Corporate Managers Lifetime Tenure?, *Texas Law Review*, vol. 97, 2019, p. 991 ss.

FACCIO Mara/LANG Larry H.P., The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 65, 2002, p. 365 ss.

FARINE Fabbro Alexandra, Commentaire ad art. 745 CC, in PICHONNAZ Pascal/FOËX Bénédicte/PIOTET Denis (éds), *Commentaire romand. Code civil II*, Art. 457-977 CC, Art. 1-61 Tit. fin. CC, Bâle 2016.

FELDMANN Matthias, *L'obligation de présenter une offre publique d'acquisition à la suite d'une prise de contrôle*, thèse, Lausanne 1999.

FISCH Jill E./DAVIDOFF SOLOMON Steven, The Problem of Sunsets, *Boston University Law Review*, vol. 99, 2019, p. 1057 ss.

FISCH Jill E./HAMDANI Asaf/DAVIDOFF SOLOMON Steven, The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 168, 2019, p. 17 ss.

FORSTMOSER Peter/KÜCHLER Marcel, *Aktionärsbindungsverträge*, Zurich 2015.

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

FORSTMOSER Peter/PLÜSS Adrian, Probleme von Publikumsgesellschaften mit der « Lex Friedrich » unter neuem Aktienrecht, *RSJ* 89/1993, p. 297 ss.

FRANKS Julian/MAYER Colin/ROSSI Stefano, Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom, in MORCK Randall K. (édit.), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago 2007, p. 581 ss.

GAMBA Andrea/CASTIGLIONI Luca, Le modifiche al CO e al CP con riferimento al tema delle azioni al portatore, *NF* 7-8/2019, p. 369 ss.

GARBARSKI Andrew M., *La responsabilité civile et pénale des organes dirigeants de sociétés anonymes*, thèse, Zurich 2006.

GAULIS Dimitri/MICHEL Jean-Tristan, Les actions à droit de vote privilégié, *Bulletin CEDIDAC* 50/2008, p. 1 ss.

GEHRER Carole Lea, *Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen – Eine Untersuchung der an der SWX kotierten Schweizer Aktiengesellschaften*, thèse, Zurich 2003.

GERHARD Frank, *Evaluation d'entreprise – Pertinence pour le conseiller juridique*, in OJHA Lauren (édit.), *Aspects pratiques du droit de l'entreprise*, Lausanne 2010, p. 1 ss.

GERHARD Frank/NIKITINE Alexander, *Fusion – Angebotspflicht – Opting-out*, *GesKR* 2/2011, p. 173 ss.

GERICKE Dieter/JENTSCH Valentin, *Vinkulierung an der Bruchstelle zwischen kotierter Gesellschaft und nicht kotierten Aktionären*, *RSDA* 5/2017, p. 618 ss.

GERICKE Dieter/WIEDMER Karin, *Kommentar Übernahmeverordnung (UEV)*, 2^e éd., Zurich 2020 (cité: *Kommentar UEV-GERICKE/WIEDMER*).

GERSTER Max, *Stimmrechtsaktien*, thèse, Zurich 1997.

GILSON Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, *Harvard Law Review*, vol. 119, n° 6, 2006, p. 1641 ss.

GILSON Ronald J./GORDON Jeffrey N., *Controlling Controlling Shareholders*, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152, 2003, p. 785 ss.

GILSON Ronald J./SCHWARTZ Alan, *Corporate control and credible commitment*, *International Review of Law and Economics*, vol. 43, 2012, p. 119 ss.

GINALSKI Stéphanie, Du capitalisme familial au capitalisme financier ? : Le cas de l'industrie suisse des machines, de l'électrotechnique et de la métallurgie au XX^e siècle, thèse, Neuchatel 2015.

GLANZ Stephan / ZIHLER Florian, Commentaire ad art. 963 CO, in PFAFF Dieter / GLANZ Stephan / STENZ Thomas / ZIHLER Florian (éds), Rechnungslegung nach Obligationenrecht – Praxiskommentar mit Berücksichtigung steuerrechtlicher Vorschriften, 2^e éd., Zurich 2019.

GLANZMANN Lukas, Der Konzern im neuen Rechnungslegungsrecht, RSDA 1/2016, p. 32 ss.

GLATTHAAR Matthias / BERNET Robert / LUGINBÜHL Jürg, Swiss Takeover Law, Zurich/Saint-Gall 2013.

GLAUSER Pierre-Marie / OBERSON Xavier, Commentaire ad art. 61 LIFD, in PETER Henry / TRIGO TRINDADE Rita (éds), Commentaire LFus, Zurich 2005.

GOMPERS Paul A. / ISHII Joy / METRICK Andrew, Extreme Governance : An Analysis of Dual-Class Firms in the United States, The Review of Financial Studies, vol. 23, n° 3, 2010, p. 1051 ss.

GOSHEN Zohar / HAMDANI Assaf, Corporate Control, Dual Class, and the Limits of Judicial Review, Columbia Law Review, vol. 120, n° 4, 2020, p. 941 ss (cité : GOSHEN/HAMDANI [2020]).

GOSHEN Zohar / HAMDANI Assaf, Corporate Control and Idiosyncratic Vision, Yale Law Journal, vol. 125, 2013, p. 560 ss (cité : GOSHEN/HAMDANI [2013]).

GRETER Marco, Steuersystematischer Gewinnausweis bei Übertragung von Anlagevermögen im Konzern Sonderfall der Gesellschaften mit besonderem Steuerstatus, ECS 11/2004, p. 957 ss.

GRONER Roger, Corporate Governance – Ein Zwischenfazit, in DEDEYAN Daniel (édit.), Verantwortung: Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 50. Geburtstag, Zurich 2007, p. 279 ss.

GROUPE DE TRAVAIL DES BOURSES SUISSES, Musterklauseln für vinkulierte Namenaktien bei börsenkotierten Gesellschaften, RSDA 2/1993, p. 80 ss.

GUTZWILLER Roman S., Die Einflussmöglichkeiten des Staates auf die Strategie einer Aktiengesellschaft mit staatlicher Beteiligung, Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, thèse, Zurich 2017.

HANDSCHIN Lukas, Rechnungslegung im Gesellschaftsrecht, 2^e éd., Bâle 2016 (cité: HANDSCHIN [2016]).

HANDSCHIN Lukas, Swiss Company Law, 2^e éd., Zurich/Saint-Gall 2015 (cité: HANDSCHIN [2015]).

HANDSCHIN Lukas, Rechnungslegung im Gesellschaftsrecht, 1^e éd., Bâle 2013 (cité: HANDSCHIN [2013]).

HANDSCHIN Lukas, Commentaire ad art. 685a et 685b CO, in HANDSCHIN Lukas/JUNG Peter (éds), Art. 660-697m OR – Die Aktiengesellschaft. Rechte und Pflichten der Aktionäre, 2^e éd., Zurich 2021 (cité: ZK-HANDSCHIN).

HÄNNI Lino, La responsabilité des administrateurs hors de la faillite de la société anonyme – Droit matériel, préparation du procès et procédure, thèse, Bâle 2017.

HÄNNI Lino/DUBOIS Julien, Égalité de traitement matérielle et devoir de fidélité – approche comparée des droits suisse et allemand de la SA, in BAHAR Rashid/TRIGO TRINDADE Rita (éds), L'égalité de traitement dans l'ordre juridique: fondements et perspectives, Zurich 2013, p. 325 ss.

HARI Olivier, Le rôle du conseil d'administration dans les conflits entre actionnaires et dans le cadre des moyens de protection légaux à la lumière de quelques exemples pathologiques, in KNÜSEL David (édit.), Développements récents en droit commercial V, Lausanne 2017, p. 31 ss (cité: HARI [2017]).

HARI Olivier, Le squeeze-out d'actionnaires lors d'une fusion et d'une offre publique d'acquisition, in WEBER Rolf H./STOFFEL Walter A./CHENAUX Jean-Luc/SETHE Rolf (éds), Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts – Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zurich 2017, p. 707 ss (cité: HARI [2017a]).

HARISBERGER Severin, Prospektrechtliche Gleichbehandlungspflicht bei Ausnahmen von der Prospektpflicht, RSDA 2/2021, p. 175 ss.

HAUSER Christian/HAUSER Heinz/MOSER Peter, Die volkswirtschaftliche Bedeutung börsenkotierter Schweizer Aktiengesellschaften – Studie zuhanden von economiesuisse, Verband der Schweizer Unternehmen, 2009.

HÄUSERMANN Daniel M., Gestaltungsfreiheit im Recht der Publikumsgesellschaft, thèse d'habilitation, Zurich/Saint-Gall, 2015 (cité: HÄUSERMANN [2015]).

HÄUSERMANN Daniel M., Stimmrechtsaktien zwischen Gestaltungsfreiheit und Minderheitenschutz, RSDA 3/2015, p. 239 ss (cité: HÄUSERMANN [2015A]).

HENGCELLER Pierre, Le bon de participation, thèse, Genève 1971.

Ho John Kong Shan, Allowing dual class share structure companies in the Premium listing segment of the London Stock Exchange: appreciating international experiences and recognizing local conditions, *Capital Markets Law Journal*, vol. 16, n° 3, 2021, p. 356 ss (cité: Ho [2021]).

Ho John Kong Shan, Revisiting the Viability to Allow Dual-Class Share Structure Companies to List in the Financial Market of Hong Kong, *Common Law World Review*, vol. 47, n° 3, 2018, p. 167 ss (cité: Ho [2018]).

Hofstetter Karl, Corporate governance in der Schweiz – Bericht im Zusammenhang mit den Arbeiten der Expertengruppe «Corporate Governance», 2002 (cité: Rapport HOFSTETTER).

HOFSTETTER Karl/SCHILTER-HEUBERGER Evelyn/BRÖNNIMANN Thomas, Commentaire ad art. 135 et 163 LIME, in WATTER Rolf/BAHAR Rashid (éds), *Basler Kommentar zum Finanzmarktaufsichtsgesetz und Finanzmarktinfrastukturgesetz*, 3^e éd., Bâle 2018.

HORNER Melchior R., The Value of the Corporate Voting Right – Evidence from Switzerland, *Journal of Banking and Finance*, vol. 12, 1988, p. 69 ss.

HOVENKAMP Herbert J., Neoclassicism and the Separation of Ownership and Control, *Virginia Business & Law Review*, vol. 4, n° 2, 2009, p. 373 ss.

HOWELL Jason W., The survival of the U.S. dual class share structure, *Journal of Corporate Finance*, vol. 44, 2017, p. 440 ss.

HUANG Flora, Dual Class Shares Around the Top Global Financial Centres, *Journal of Business Law*, vol. 2, 2017, p. 137 ss.

HUGUENIN JACOBS Claire, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, thèse d'habilitation, Zurich 1994.

IFFLAND Jacques, OPA hostiles : le combat est-il équitable ?, in THÉVENOZ Luc / BOVET Christian (éds), Journée 2007 de droit bancaire et financier, Zurich 2008, p. 59 ss.

INGOLD Maria, La responsabilité pénale d'une société mère suisse en cas d'infraction commise au sein de la société fille à l'étranger, RPS 133/2015, p. 228 ss.

JACQUEMOUD Philippe / AUBERSON Camille, L'escape clause dans les ventes d'actions nominatives liées : Réflexions sur l'achat d'actions propres et la valeur réelle, GesKR 3/2014, p. 348 ss.

JARRELL Gregg A. / POULSEN Annette B., Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: The recent evidence, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1998, p. 129 ss.

JENNY Marie, La protection de l'offrant dans les offres publiques d'acquisition, thèse, Genève 2018.

JENSEN Michael C. / MECKLING William H., Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, p. 305 ss.

JENTSCH Valentin, Eigentümerstrukturen von Schweizer Aktiengesellschaften, RSDA 5/2022, p. 452 ss (cité : JENTSCH [2022]).

JENTSCH Valentin, Loyalitätskattien, RSJ 118/2022, p. 267 ss (cité : JENTSCH [2022a]).

JENTSCH Valentin, Board Composition, Ownership Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Switzerland, *European Business Organization Law Review*, vol. 20, p. 203 ss (cité : JENTSCH [2019]).

JENTSCH Valentin, Les actions de loyauté : bientôt aussi une réalité en Suisse ?, *Jusletter*, 20(42) : 1-5 (cité : JENTSCH [2019a]).

JOG Vijay M. / RIDING Allan L., Price Effects of Dual-Class Shares, *Financial Analysts Journal*, vol. 42, n° 1, 1986, p. 58 ss.

JORDAN Bradford / KIM Soohyung / LIU Mark H., Growth Opportunities, Short-Term Market Pressure, and Dual-Class Structure, *Journal of Corporate Finance*, vol. 41, 2016, p. 304 ss.

JUNG Peter, Loyalitäts- und Aktivitätsprämien für Publikumsaktionäre – Ein kritischer Rechtsvergleich, *Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft*, ZVglRWiss 120 (2021), p. 104 ss.

KAHNEMAN Daniel / KNETCH Jack L. / THALER Richard H., Anomalies – The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, n° 1, 1991, p. 193 ss.

KÄSER Christoph, Statutarische Gestaltungsmöglichkeiten bei AG und GmbH, in SCHMID Jürg (édit.), *Gesellschaftsrecht und Notar – La société au fil du temps – Beiträge der Weiterbildungsseminare der Stiftung Schweizerisches Notariat vom 1. September 2015 in Zürich vom 8. September 2015 in Lausanne*, Zurich 2016, p. 87 ss.

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

KHORT Iuliaa, *The Proportionality of the European Benchmark Regulation*, these, Zurich 2021.

KING Michael / SANTOR Eric, Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms, *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, n° 11, 2008, p. 2423 ss.

KIM Hyunseob / MICHAELY Roni, *Sticking Around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting*, ECGI Finance Working Paper 590/2019.

KLÄY Hanspeter, *Die Vinkulierung: Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht*, thèse, Bâle 1997.

KOCH Hans-Andrée, Commentaire ad art. 61 LIFD et 64 al. 1 LIFD / Art. 24 al. 3, 3^{ter}, 3^{quater}, 3^{quinquies} et 4^{bis} LHID, in BAKER & MCKENZIE (édit.), *Stämpflis Handkommentar – Fusionsgesetz Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung sowie die einschlägigen Bestimmungen des IPRG und des Steuerrechts*, 1^{re} éd., Berne 2003.

KÖCHLI Roland / REICH Philippe M., Commentaire ad art. 4 LCart, in BAKER & MCKENZIE (édit.), *Stämpflis Handkommentar – Kartellgesetz Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen*, Berne 2007 (cité: SHK KG-KÖCHLI/REICH).

KÖPFLI Christian, *Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht*, thèse, Zurich 2000.

KRÄMER Janine, Der Insiderstatbestand unter besonderer Berücksichtigung der Ausnahmebestimmungen, thèse, Zurich 2020.

KRYZANOWSKI Lawrence/ZHANG Hao, Introduction of Dual-Class Shares: Some Evidence on Canadian Pro-Rata Distributions, *International Review of Financial Analysis*, vol. 1, n° 2, 1992, p. 95 ss.

KUMMER Angela, Statutarische Gestaltungsmöglichkeiten im Bereich von « Say on Pay », thèse, Zurich 2019.

KUMSCHICK Mario, Commentaire ad art. 61 LIFD et 64 al. 1 LIFD / Art. 24 al. 3, 3^{ter}, 3^{quater}, 3^{quinquies} et 4^{bis} LHID, in BAKER & MCKENZIE (édit.), *Stämpfli Handkommentar – Fusionsgesetz Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Verm.gensübertragung sowie die einschlägigen Bestimmungen des IPRG und des Steuerrechts*, 2^e éd., Berne 2015 (cité: SHK FusG-KUMSCHICK).

KUNZ Christian, Werben um Aktionärsstimmen bei Schweizer Publikumsgesellschaften (« Proxy Fights ») – Gesellschaftsrechtliche, börsenrechtliche und wettbewerbsrechtliche Aspekte, Zurich 2015 (cité: KUNZ [2015]).

KUNZ Roger M., Simplification of Equity Capital Structure and Market Value, *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 16, n° 1, p. 30 ss (cité: KUNZ [2002]).

LA PORTA Rafael/LOPEZ-DE-SILANES Florencio/SCHLEIFER Andrei, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, 1999, p. 471 ss.

LAMBERT Claude/RABAEUS Nina/BIRCHER Marc, Lohnungleichheitsanalyse, *GesKR* 4/2019, p. 620 ss.

LÄNZLINGER Andreas, Commentaire ad art. 692 CO et 693 CO, in WATTER Rolf/VOGT Hans-Ueli (éds), *Basler Kommentar zum Obligationenrecht II*, Art. 530-964 OR, Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH, 6^e éd., Bâle 2021.

LARCKER David F./TAYAN Brian, Loosey-Goosey Governance – Four Misunderstood Terms in Corporate Governance, *Stanford Closer Look Series – CGRP79*, 2019, p. 1 ss.

LAUTERBACH Beni/YAFEH Yishay, Long Term Changes in Voting Power and Control Structure following the Unification of Dual Class Shares, *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, n° 2, 2011, p. 215 ss.

LEFEBVRE-TEILLARD Anne, *La société anonyme au XIX^e siècle*, Paris 1985.

LENGAUER Daniel, Kapitel 9 – Öffentliche Übernahmen, in LENGAUER Daniel/EGGEN Mirjam/STRAUB Rodolfo (éds), *Fachhandbuch Kapitalmarktrecht – Expertenwissen für die Praxis*, Zurich 2021, p. 613 ss.

LI Ting/ZAIATS Nataliya S., *Corporate Governance and Firm Value at Dual Class Firms*, *Review of Financial Economics*, vol. 36, 2018, p. 47 ss.

LIANG Hao/PARK Junho/ZHANG Wei, *Riding off into the Sunset: Dual-Class Structure in the Age of Unicorns Going Public*, ECGI Finance Working Paper 851/2022.

LIDMAN Erik/SKOG Rolf, *London allowing dual class Premium listings: A Swedish commentary*, *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 22, n° 1, 2021, p. 83 ss.

LIN Yu-Hsin/MEHAFFY Thomas, *Open Sesame: The Myth of Alibaba's Extreme Corporate Governance and Control*, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, vol. 10, 2016, p. 437 ss.

LINS Karl V., *Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n° 1, 2003, p. 159 ss.

LIPP Lorenz, *Commentaire ad art. 963 CO* in ROBERTO Vito/TRÜEB Hans Rudolf (éds), *Handkommentar zum Schweizer Privatrecht – Art. 772-1186 OR und BEG*, 3^e éd., Zurich 2016 (cité: CHK-LIPP).

LOMBARDINI Carlo, *Commentaire ad art. 626 CO*, in TERCIER Pierre/AMSTUTZ Marc/TRIGO TRINDADE Rita (éds), *Commentaire romand. Code des obligations II*, Art. 530-1186 CO, Art. 120-141 LIMF, ORAb, LFus (intro.) et LTI (intro.), 2^e éd., Bâle 2017.

LOMBARDINI Carlo/CLEMETSON Caroline, *Commentaire ad art. 623 et 628 CO*, in TERCIER Pierre/AMSTUTZ Marc/TRIGO TRINDADE Rita (éds), *Commentaire romand. Code des obligations II*, Art. 530-1186 CO, Art. 120-141 LIMF, ORAb, LFus (intro.) et LTI (intro.), 2^e éd., Bâle 2017.

LUCHSINGER GÄHWILER Catrina/AMMANN Roger/MONTANARI Mark, *Commentaire ad art. 127 LIMF*, in SETHE Rolf/FAVRE Olivier/HESS Martin/KRAMER Stefan/SCHOTT Ansgar (éds), *Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz – FinfraG*, Zurich 2017 (cité: SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI).

LUND Dorothy S., Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance, *Stanford Law Review*, vol. 71, 2019, p. 687 ss.

LUTZ Peter, Vinkulierte Namenaktien – insbesondere ihr Erwerb ohne Rechtsgeschäft, thèse, Zurich 1988.

MAIZAR Karim, Die Willensbildung und Beschlussfassung der Aktionäre in schweizerischen Publikumsgesellschaften, thèse, Zurich 2012.

MALACRIDA Ralph, Aktienkauf: Vorkaufsrecht vs. Escape Clause, *GesKR* 2/2020, p. 262 ss.

MANNE Henry G., Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle, *Columbia Law Review*, vol. 64, n° 8, 1964, p. 1427 ss.

MARTIN Françoise, Sociétés anonymes de famille: Structure, maintien et optimisation de la détention du capital, thèse, 2^e éd., Genève 2013.

MARTINEZ Aurelio Gurrea, Un análisis crítico sobre la posibilidad de permitir las acciones de lealtad en las sociedades cotizadas españolas, *Institution Iberoamericano de Derecho y Finanzas – Working Paper Series* 4/2019.

MASULIS Ronald W./WANG Cong/XIE Fei, Agency Problems at Dual-Class Companies, *The Journal of Finance*, vol. 64, n° 4, 2009, p. 1697 ss.

MEIER-HAYOZ Arthur/FORSTMOSER Peter/SETHE Rolf, *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*, Berne 2018.

MIZRUCHI Mark S., Berle and Means Revisited: The Governance and Power of Large U.S. Corporations, *Theory and Society*, vol. 33, n° 5, 2004, p. 579 ss.

MONTAVON Pascal, *Le droit suisse de la SA*, 3^e éd., Lausanne 2004.

MONTAVON Pascal/SCHNELL LUCHSINGER Monique, L'acquisition par la SA et la SÀRL de leurs propres parts de capital – 1^{ère} partie: Droit des sociétés, droit comptable, projet de révision du droit de la SA, *TREX* 5/2018, p. 284 ss.

MOORE Marc T., Designing Dual-Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach, *William & Mary Business Law Review*, vol. 12, n° 1, 2021, p. 93 ss.

MORAWETZ Victor, *A treatise on the law of private corporations*, 2^e éd., Boston 1886.

MORCK Randall K./STANGELAND David/YEUNG Bernard, Economic Effects of Concentrated Corporate Ownership – Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth, The Canadian Disease?, in MORCK Randall K. (édit.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago 2000.

MOSCA Chiara, Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, vol. 8, 2019, p. 245 ss.

MORIN Ariane, Commentaire ad art. 1 CO, in THÉVENOZ LUC/WERRO Franz (éds), *Commentaire romand. Code des obligations I, Art. 1-529 CO*, 3^e éd., Bâle 2021.

MOSER Christian, *Abwehrbeschlüsse der Generalversammlung*, these, Zurich 2021.

MÜLLER Kevin J., *Die Einheit der Materie bei Generalversammlungsbeschlüssen*, thèse, Zurich/Saint-Gall 2021.

MÜLLER Roland M., Commentaire ad art. 745 CC, in GEISER Thomas/WOLF Stephan (éds), *Basler Kommentar zum Zivilgesetzbuch II, Art. 457-977 ZGB und Art. 1-61 SchIT ZGB*, 6^e éd., Bâle 2019 (cité: BSK ZGB II-MÜLLER).

MUSTAKI Guy, Le refus d'agrément en cas de transfert par succession d'une action nominative liée, in swisNOT.CH (édit.), *Contributions en droit commercial 2015*, Genève/Zurich/Bâle 2015, p. 27 ss.

MUSTAKI Guy/ALBERINI Alain, La participation de la société anonyme à une convention entre ses actionnaires, SJ 2/2013, p. 91 ss.

MUSTAKI Guy/SCHWAB Joséphine, Les clauses statutaires relatives au transfert des actions de la société anonyme, RSDA 3/2020, p. 269 ss.

MUSTAKI Guy/URBEN Luca, Prévention et gestion des conflits d'intérêts des administrateurs, SJ 5/2014, p. 109 ss.

NAGEL Thomas, Die statutarische Vinkulierung nicht kotierter Namenaktien – Revisionsbedarf der Ablehnungsgründe gemäss Art. 685b Abs. 2 OR, PJA 1/2015, p. 190 ss.

NENOVA Tatiana, The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, vol. 68, 2003, p. 325 ss.

NEUHAUS Markus R./BAUR David, Commentaire ad art. 963 CO, in WAT-TER Rolf/VOGT Hans-Ueli (éds), Basler Kommentar zum Obligationenrecht II, Art. 530-964 OR, Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH, 6^e éd., Bâle 2021.

NOBEL Peter, Die wirtschaftliche Betrachtungsweise im Recht, RSJ 113/2017, p. 457 ss (cité: NOBEL (2017)).

NOBEL Peter, Obligationenrecht – Das Aktienrecht : Systematische Darstellung, Berner Kommentar, Berne 2017 (cité: BK-NOBEL).

NOBEL Peter, Formelle Aspekte der Generalversammlung: Einberufung, Zulassung, Abstimmung, in DRUEY Jean Nicolas/FORSTMOSER Peter (éds), Rechtsfragen um die Generalversammlung, Zurich 1997 (cité: NOBEL [1997]).

NUESCH Stephan, Dual-class shares, external financing needs, and firm performance, *Journal of Management & Governance*, vol. 20, 2016, p. 525 ss.

OBRIST Thierry, *Recueil de cas pratiques en droit des affaires*, Berne 2014.

OLER Derek K./HARRISON Jeffrey S./ALLEN Mathew R., The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research : an empirical illustration using horizontal acquisitions, *Strategic Organization*, vol. 6, n° 2, 2008, p. 151 ss.

PACCES Alessio M., Control Matters : Law and Economics of Private Benefits of Control, ECGI Law Working Paper 131/2009.

PAPADOPOULOS Thomas, EU Law and the Harmonization of Takeovers in the Internal Market, Alphen-sur-le-Rhin 2010 (cité: PAPADOPOULOS [2010]).

PAPADOPOULOS Thomas, The European Union Directive on Takeover Bids : Directive 2004/25/EC, *International and Comparative Corporate Law Journal*, vol. 6, n° 3, 2008, p. 13 ss (cité: PAPADOPOULOS [2008]).

PARTCH Megan M., The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth, *Journal of Financial Economics*, vol. 18, n° 2, 1987, p. 313 ss.

PETER Henry, Les bons de participation sous l'empire du nouveau droit de la société anonyme, *PJA* 6/1992, p. 752 ss (cité: PETER [1992]).

PETER Henry/BOVEY Pascal, *Droit suisse des OPA*, Berne 2013.

PETER Henry/CAVADINI Francesca, Commentaire ad art. 703 et 704 CO, in TERCIER Pierre/AMSTUTZ Marc/TRIGO TRINDADE Rita (éds), Commentaire romand. Code des obligations II, Art. 530-1186 CO, Art. 120-141 LIMF, ORAb, LFus (intro.) et LTI (intro.), 2^e éd., Bâle 2017.

PETER Henry/DUVOISIN Paul-Benoît, Loi sur la fusion, loi sur les cartels, loi sur les bourses : quels rapports ? RSDA 4/2011, p. 333.

PETER Henry/JACQUEMET Guillaume, Groupes, sociétés de famille et entreprises responsables : à la recherche d'une gouvernance idoine..., in KNÜSEL David-André (édit.), Développements récents en droit commercial VI, Lausanne 2018, p. 1 ss (cité : PETER/JACQUEMET [2018]).

PETER Henry/JACQUEMET Guillaume, Les avantages (statutaires) particuliers de l'art. 628 al. 3 CO : une alternative méconnue aux conventions d'actionnaires, RSDA 4/2017, p. 442 ss (cité : PETER/JACQUEMET [2017]).

PETER Henry/JACQUEMET Guillaume, Modalités et limites des privilèges concessibles aux actionnaires et fondateurs, in SCHMID Jürg (édit.), Gesellschaftsrecht und Notar – La société au fil du temps, Zurich 2016, p. 171 ss (cité : PETER/JACQUEMET [2016]).

PETITPIERRE-SAUVAIN Anne, Concentrations : aspects de droit de la concurrence, in MARTY Pierre (édit.), Fusions et acquisitions – Questions actuelles – Travaux de la journée d'étude organisée à l'Université de Lausanne le 6 février 2008, Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, Lausanne 2009, p. 13 ss.

PFISTERER Stefanie/WYLER Sebastian, Vorrechte bei Vorzugsaktien und (Vorzugs-)Partizipationsscheinen, wie insbesondere Dividendenvorrechte, sowie deren Schutz und Durchsetzung, RSJ 118/2022, p. 888.

PICARD Roger, Les actions à vote privilégié au point de vue économique, Revue d'économie politique, vol. 44, n° 5, 1930, p. 1298 ss.

PILLIONNEL Anne-Fabienne, L'égalité de traitement comme moyen de protection des actionnaires minoritaires en droit suisse des OPA, in HARI Olivier (édit.), Protection de certains groupements de personnes ou de parties faibles versus libéralisme économique : quo vadis ?, Zurich 2016, p. 267 ss.

PHILIPPE Arnaud, Droit des sociétés cotées à l'actionnariat concentré, thèse, Genève 2021 (cité : PHILIPPE [2021]).

PHILIPPE Arnaud, Distinguer les structures actionnariales en gouvernance d'entreprise comparée, in BAHAR Rashid / KADNER GRAZIANO Thomas (éds), *Le droit comparé et le droit suisse*, Zurich 2018, p. 299 ss (cité: PHILIPPE [2018]).

PHILIPPIN Edgar, Les notions d'entreprise, de groupe et d'employeur, RSAS S0/2013, p. 82 ss.

PRATT Shannon P. / NICULITA Alina V., *Valuing a Business – The Analysis and Appraisal of Companies*, 5^e éd., New-York 2008.

PROD'HOM Per, La procédure non-contentieuse en matière de taxe sur la valeur ajoutée, in ORDRE ROMAND DES EXPERTS FISCAUX DIPLOMÉS (édit.), *Les procédures en droit fiscal*, 3^e éd., Berne 2015, p. 200 ss.

RAMPINI Corrado / SPILLMANN Till, Commentaire ad art. 656a ss CO, in WATTER Rolf / VOGT Hans-Ueli (éds), *Basler Kommentar zum Obligationenrecht II*, Art. 530-964 OR, Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH, 6^e éd., Bâle 2021.

REICHMUTH Patricia Caroline, *Die Pflichten des Verwaltungsrats einer Zielgesellschaft – Eine Analyse der Rolle des Verwaltungsrats im Übernahmekontext unter Berücksichtigung seiner Pflichten im Vorangebotsstadium*, thèse, Zurich 2020.

REINERT Mani / VISCHER Marius, Commentaire ad art. 4 al. 3 LCart, in AMSTUTZ Marc / REINERT Mani (éds), *Basler Kommentar zum Kartellgesetz*, 2^e éd., Bâle 2021 (cité: BSK KG-REINERT/VISCHER).

REISER Nina / VON DER CRONE Hans Caspar, Mindestpreis nach Art. 32 abs. 4 BEHG, GesKR 1/2012, p. 29 ss.

RITZ Philipp, *Der Joint-Venture-Vertrag – Kommentierter Mustervertrag eines korporativen 50:50-Joint-Ventures*, Zurich 2010.

ROE Mark J., *Political Determinants of Corporate Governance – Political Context, corporate Impact*, Oxford/New-York, 2003.

ROE Mark J. / CENZI VENEZZE Federico, Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, *Business Lawyer*, vol. 76, 2021, p. 467 ss.

ROE Mark J. / SHAPIRA Roy, The Power of the Narrative in Corporate Law-making, *Harvard Business Law Review*, vol. 11, n° 2, 2021, p. 234 ss.

RÖTHLISBERGER Alain P., Die Abschaffung von Stimmrechtsaktien, thèse, Zurich 2000.

ROUILLER Nicolas/BAUEN Marc/BERNET Robert/LASSERE ROUILLER Colette, La société anonyme suisse, 2^e éd., Zurich 2017.

ROUSSEAU Mary Beth/KELLERMANN Franz/ZELLWEGER Thomas/BECK Tammy E., Relationship Conflict, Family Name Congruence, and Socioemotional Wealth in Family Firms, *Family Business Review*, n° 31, n° 4, 2018, p. 397 ss.

RUEDIN Roland, Vers un droit des groupes de société?, Bâle 1980.

SALE Hillary A., Delaware's Good Faith, *Cornell Law Review*, vol. 89, 2004, p. 456 ss.

SCHENKER Urs, Commentaire ad art. 628 CO, in WATTER Rolf/VOGT Hans-Ueli (éds), *Basler Kommentar zum Obligationenrecht II*, Art. 530-964 OR, Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH, 6e éd., Bâle 2021 (cité: BSK OR II-SCHENKER).

SCHENKER Urs, Strukturierung der Unternehmensnachfolge bei der Aktiengesellschaft / 1.-3., in KUNZ Peter V./ARTER Oliver/JÖRG Florian S. (éds), *Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XII*, Berne 2017, p. 221 ss (cité: SCHENKER [2017]).

SCHENKER Urs, Die Position von Minderheitsaktionären bei öffentlichen Angeboten, in KUNZ Peter V./JÖRG Florian S./ARTER Oliver (éds), *Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XI*, Berne 2016 (cité: SCHENKER [2016]).

SCHENKER Urs, Vorkaufsrechte, Vorhandrechte und Mitverkaufsrechte im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen, in TSCHÄNI Rudolf (édit.), *Mergers & Acquisition XV*, Zurich 2013, p. 269 ss (cité: SCHENKER [2013]).

SCHENKER Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Berne 2009 (cité: SCHENKER [2009]).

SCHMID Martin, Vermögensübertragungen im schweizerischen Konzern und ihre gewinnsteuerrechtlichen Folgen, thèse, Saint-Gall 2005.

SCHNEIDER Jürgen, Zur Unterzeichnung des Geschäftsberichts bei Konzernverhältnissen, EF 6-7/2019, p. 479 ss.

SCHUBERT Walt / BARENBAUM Les, Control Premiums and the Value of the Closely-Held Firm, *The Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 1, n° 2, 1991, p. 155 ss.

SCHWAB Anne-Christine, *La vente des actions de la société immobilière en droit fiscal suisse*, thèse, Berne 2019.

SHARFMAN Bernard S., The Illusion of Success: A Critique of Engine N° 1's Proxy Fight at ExxonMobil, *Harvard Business Law Review*, vol. 12, 2021, p. 1 ss (cité: SHARFMAN [2021]).

SHARFMAN Bernard S., A private ordering defense of a company's right to use dual class share structures in IPOs, *Villanova Law Review*, vol. 63, n° 1, 2018, p. 1 ss (cité: SHARFMAN [2018]).

SIEGWART Alfred, *Das Obligationenrecht – Die Aktiengesellschaft*, Zürcher Kommentar Art. 620-659 OR, Zurich 1945 (cité: ZK-SIEGWART).

SKOG Rolf, The European Union's proposed Takeover Directive, the « Break-through » Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock, *European Business Law Review*, vol. 15, 2004, p. 293 ss.

SMART Scott B. / THIRUMALAI Ramabhadran S. / ZUTTER Chad J., What's in a vote? The Short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 45, n° 1, 2008, p. 94 ss.

SMITH Kirby, The Agency Costs of Equal Treatment Clauses, *The Yale Law Journal Forum*, vol. 127, 2017, p. 543 ss.

SMITH Andrew / TENNENT Kevin D. / RUSSELL Jason, Berle and Means's *The Modern Corporation and Private Property*: The Military Roots of a Stakeholder Model of Corporate Governance, *Seattle University Law Review*, vol. 42, n° 2, 2019, p. 535 ss.

STOFFEL Walter A., Les impératifs du nouveau droit de la concurrence en matière de fusions et de coopérations d'entreprises, in BLANC Mathieu / DALLÈVES Laure (éds), *Coopération et fusion d'entreprises*, Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, vol. 66, Lausanne 2005, p. 75 ss.

STOFFEL Walter A. / CONSTANTIN Arnaud, *Le droit des sociétés 2017/2018 – Das Gesellschaftsrecht 2017/2018*, RSDA 3/2018, p. 287 ss.

STRAUB Ralf Michael, Internationales und nationales Wirtschaftsrecht, insbesondere Wettbewerbs- und Kartellrecht / Der Konzern als Kartellrechtssubjekt, in GROLLMUND Pascal / KOLLER Alfred / LOACKER Leander D. / PORTMANN Wolfgang (éds), Festschrift für Anton K. Schnyder zum 65. Geburtstag, Zurich 2018, p. 1269 ss.

STUCCHI Giovanni / FERRO Lorenza, Le clausole che limitano la circolazione di partecipazioni di società per azioni non quotate: tra statuti societari e patti parasociali, NF 1/2018, p. 55 ss.

SÜSLÜ Sinem, Commentaire ad art. 4 al. 3 LCart, in ZÄCH Roger / ARNET Ruth / BALDI Marino / KIENER Regina / SCHALLER Olivier / SCHRANER Felix / SPÜHLER Adrian (éds), KG Kommentar – Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen, 1^{re} éd., Zurich/Saint-Gall 2018 (cité: KG Kommentar-SÜSLÜ).

SWANSON Edward P. / YOUNG Glen M. / YUST Christopher G., Are all activists created equal? The effect of interventions by hedge funds and other private activists on long-term shareholder value, *Journal of Corporate Finance*, vol. 72, 2022, p. 1 ss.

TAUCHER Joshua Richard, Treuhändervinkulierung gemäss Art. 685d Abs. 2 OR, thèse, Zurich 2020.

TEUSCHER Hannes, Konzerninterne Vermögensübertragung – quo vadis?, thèse, Berne 2021.

THALER Richard H., Toward a positive theory of consumer choice, *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 1, n° 1, 1980, p. 39 ss.

THÉVENOZ Luc / BOVEY Pascal, Développements du droit suisse des OPA, RSDA 3/2013, p. 255 ss.

THÉVENOZ Luc / ROOS Lukas, Opting Out, in TSCHÄNI Rudolf (édit.), *Mergers & Acquisitions XVII*, Zurich 2015 (cité: THÉVENOZ/ROOS [2015]).

THÉVENOZ Luc / ROOS Lukas, Die sogenannte Kontrollprämie im Übernahmerecht, RSDA 6/2011, p. 612 ss (cité: THÉVENOZ/ROOS [2011]).

TORRIONE Henri / BARAKAT Aurelien, Commentaire ad art. 963 CO, in TERCIER Pierre / AMSTUTZ Marc / TRIGO TRINDADE Rita (éds), *Commentaire romand. Code des obligations II*, Art. 530-1186 CO, Art. 120-141 LIME, ORAb, LFus (intro.) et LTI (intro.), 2^e éd., Bâle 2017.

TRANDAFIR Etienne, *Lex Koller: acquisitions indirectes – SA, fonds de placement contractuel, SICAV, SCPC, fondation de placement, société immobilière, trust*, thèse, Genève/Zurich/Bâle 2019.

TRIGO TRINDADE Rita, *Le Conseil d'administration de la société anonyme: composition, organisation et responsabilité en cas de pluralité d'administrateurs*, thèse, Genève 1996.

TRIGO TRINDADE Rita/BAHAR Rashid, *Droit des actionnaires minoritaires en Suisse*, in SCHULTHESS (édit.), *Rapports suisses présentés au XVI^{ème} Congrès international de droit comparé = Swiss Reports presented at the XVIth International Congress of Comparative Law*, Zurich 2002, p. 381 ss.

TRIGO TRINDADE Rita, *Commentaire ad art. 656a ss CO*, in TERCIER Pierre/TRIGO TRINDADE Rita/CANAPA Damiano (éds), *Commentaire romand. Code des obligations II*, Art. 530-1186 CO, Art. 120-141 LIMF; Avec des introductions à la LFus, et à la LTI, 3^e éd., à paraître (cité: CR CO II-TRIGO TRINDADE [2023]).

TRIGO TRINDADE Rita, *Commentaire ad art. 656a ss CO*, in TERCIER Pierre/AMSTUTZ Marc/TRIGO TRINDADE Rita (éds), *Commentaire romand. Code des obligations II*, Art. 530-1186 CO, Art. 120-141 LIMF, ORAb, LFus (intro.) et LTI (intro.), 2^e éd., Bâle 2017.

TRIGO TRINDADE Rita/HÉRITIER LACHAT Anne, *Commentaire ad art. 692 et 693 CO*, in TERCIER Pierre/AMSTUTZ Marc/TRIGO TRINDADE Rita (éds), *Commentaire romand. Code des obligations II*, Art. 530-1186 CO, Art. 120-141 LIMF, ORAb, LFus (intro.) et LTI (intro.), 2^e éd., Bâle 2017.

TRÜEB Hans Rudolf, *Commentaire ad art. 657 CO* in ROBERTO Vito/TRÜEB Hans Rudolf (éds), *Handkommentar zum Schweizer Privatrecht – Personengesellschaften und Aktiengesellschaft – Vergütungsverordnung – Art. 530-771 OR – VegüV*, 3^e éd., Zurich 2016 (cité: CHK-TRÜEB).

TSCHÄNI Rudolf, *Vinkulierung: Building Trust nach Sika*, in JUNG Peter/KRAUSKOPF Frédéric/CRAMER Conradin (éds), *Theorie und Praxis des Unternehmensrechts – Festschrift zu Ehren von Lukas Handschin*, Zurich 2020, p. 721 ss.

TSCHÄNI Rudolf/DIEM Hans-Jakob, *Mindestpreis, Best Price Rule und Angebotspflicht*, in TSCHÄNI Rudolf (édit.), *Mergers & Acquisitions XIX*, Zurich 2017, p. 33 ss.

TSCHÄNI Rudolf/DIEM Hans-Jakob/GABERTHÜEL Tino, *Öffentliche Kaufangebote*, 4^e éd., Zurich 2020.

TSCHÄNI Rudolf/IFFLAND Jacques/DIEM Hans-Jakob, *Commentaire ad art. 125 LIMF*, in WATTER Rolf/BAHAR Rashid (éds), *Basler Kommentar Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastrukturgesetz*, 3^e éd., Bâle 2018.

VALIANTE Diego/DE MANUEL ARAMENDÍA Mirzha, Part II. Economic Analysis, in CLERC Christophe/DEMARIGNY Fabrice/VALIANTE Diego/DE MANUEL ARAMENDÍA Mirzha (éds), *A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation*, Paris 2012, p. 129 ss.

VENTURI Silvio, *Presse et contrôle des concentrations – Pratique de la Commission de la concurrence*, in THÉVENOZ Luc/BOVET Christian (éds), *Publications du Centre d'études juridiques européennes – Journée du droit de la concurrence 2001*, Berne 2002, p. 77 ss.

VENTURI Silvio/FAVRE Pascal G., *Commentaire ad art. 4 al. 3 LCart*, in MARTENET Vincent/BOVET Christian/TERCIER Pierre (éds), *Commentaire romand. Droit de la concurrence – Loi sur les cartels, Loi sur la surveillance des prix, loi sur le marché intérieur, loi sur les entraves techniques au commerce*, 2^e éd., Bâle 2012.

VILLALONGA Belen/AMIT Raphael, *How do family ownership, control and management affect firm value?*, *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n° 2, 2006, p. 385 ss.

VIONNET Guillaume, *Sanctions à l'inégalité de traitement des actionnaires*, in DESSEMONTET François/OBERSON Pierre-André/THÉVENAZ Alain/BLANC Mathieu (éds), *Aspects actuels du droit de la société anonyme*, Lausanne 2005, p. 125 ss.

VISCHER Markus/GALLI Dario, *Wer ist die wirtschaftlich berechnigte Person gemäss Art. 697j Abs. 2 Satz 1 OR?*, *PJA* 8/2020, p. 1022.

VOGEL Alexander/HEIZ Christoph/LUTHIGER Reto, *ad art. 125 et 135 LIMF*, in VOGEL Alexander, HEIZ Christoph/LUTHIGER Reto (éds), *Orell Füssli Kommentar – FinfraG/BEG Kommentar – Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel und Bundesgesetz über Bucheffekten mit weiteren Erlassen*, 1^e éd., Zurich 2019 (cité: OFK FinfraG/BEG-VOGEL/HEIZ/LUTHIGER).

VON BÜREN Roland / STOFFEL Walter A. / WEBER Rolf H., *Grundriss des Aktienrechts*, 3^e éd., Zurich 2011.

VON DER CRONE Hans Caspar, *Aktienrecht*, 2^e éd., Berne 2020 (cité: VON DER CRONE [2020]).

VON DER CRONE Hans Caspar, Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts – Teil 5: Einführung echter Stimmrechtsaktien (cité: Rapport VON DER CRONE).

VON DER CRONE Hans Caspar, *Angebotspflicht*, RSDA 1997 I (cahier spécial), p. 44 ss (cité: VON DER CRONE [1997]).

VON DER CRONE Hans Caspar / MOHASSEB Keivan, *Stand der Aktienrechtsrevision*, PJA 8/2019, p. 781 ss.

VON DER CRONE Hans Caspar / PLAKSEN Evgeny, *The Value of Dual-Class Shares in Switzerland*, Social Science Research Network, 2010.

VON DER CRONE Hans Caspar / REISER Nina / PLAKSEN Evgeny, *Stimmrechtsaktien: Eine juristische und ökonomische Analyse*, RSDA 2/2010, p. 93 ss.

VON SALIS Ulysses, *Beschränkung der Stimmkraft der Aktionäre durch Höchststimmklauseln*, in SCHLUEP Walter R. / ISLER Peter R. (éds), *Neues zum Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht – Zum 50. Geburtstag von Peter Forstmoser*, Zurich 1993, p. 171 ss.

WATTER Rolf / DUBS Dieter, *Der Déchargebeschluss*, PJA 8/2001, p. 908 ss.

WATTER Rolf / ROTH PELLANDA Katja, *Commentaire ad art. 717 CO*, in WATTER Rolf / VOGT Hans-Ueli (éds), *Basler Kommentar zum Obligationenrecht II*, Art. 530-964 OR, Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH, 6^e éd., Bâle 2021.

WEBER Rolf H. / RIZVI Salim, *Commentaire ad art. 1 VKU*, in OESCH Matthias / WEBER Rolf H. / ZÄCH Roger (éds), *Orell Füssli Kommentar, Wettbewerbsrecht II Kommentar – VKU, SVKG, VertBek, PüG, BöB, UWG, BGBM und THG*, Zurich 2011.

WEI Shen / YOUNG Angus, *Dual share plan in context: making sense of Hong Kong's decision not to embrace Alibaba's listing*, *International Company and Commercial Law Review*, vol. 26, n° 1, 2015, p. 4 ss.

WERNLI Martin W./RIZZI Marco, Commentaire ad art. 709 CO, in WATTER Rolf/VOGT Hans-Ueli (éds), *Basler Kommentar zum Obligationenrecht II*, Art. 530-964 OR, Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH, 6^e éd., Bâle 2021.

WINDEN Andrew William, *Sunrise, Sunset: An Empirical and Theoretical Assessment of Dual-Class Stock Structures*, *Columbia Business Law Review*, vol. 2018, p. 852 ss.

WINDEN Andrew William/BAKER Andrew C., *Dual-Class Index Exclusion*, *Virginia Law & Business Review*, vol. 13, n° 2, 2019, p. 101 ss.

WINIGER Bénédicte, Commentaire ad art. 18 CO, in THÉVENOZ LUC/WERRO FRANZ (éds), *Commentaire romand. Code des obligations I*, Art. 1-529 CO, 3^e éd., Bâle 2021 (cité: CR CO I-WINIGER).

WOHLMANN Herbert/ZELLER Michael, *Nachhaltige Geschäftsführung durch Bindung der Aktionäre?*, RSJ 113/2017, p. 229 ss.

ZÄCH Roger, *Schweizerisches Kartellrecht*, 2^e éd., Berne 2005.

ZELLWEGER Thomas M./ASTRACHAN Joseph H., *On the Emotional Value of Owning a Firm*, *Family Business Review*, vol. 21, n° 3, 2008, p. 347 ss.

ZEN-RUFFINEN Marie-Noëlle/BAUEN Marc, *Le conseil d'administration*, Genève 2017.

Sources officielles

Sources d'autorités suisses

ADMINISTRATION FÉDÉRALE DES CONTRIBUTIONS (AFC), *Circulaire n° 5: Division principale de l'impôt fédéral direct, de l'impôt anticipé, des droits de timbre*.

COMMISSION DES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION (COPA), *Prise de position du 21 janvier 2011 – Kontrollprämie* (cité: *Prise de position COPA*).

CONSEIL FÉDÉRAL, Répercussions des « actions de loyauté » – Rapport du 15 février 2023 du Conseil fédéral donnant suite au postulat 18.4092 de la Commission des affaires juridiques du Conseil des États du 16 octobre 2018 (cité: CONSEIL FÉDÉRAL [Rapport]).

CONSEIL FÉDÉRAL, Message du 23 novembre 2016 concernant la modification du Code des obligations (Droit de la société anonyme), FF 2017 353.

CONSEIL FÉDÉRAL, Message du 3 septembre 2014 concernant la loi sur l'infrastructure des marchés financiers, FF 2014 7235.

CONSEIL FÉDÉRAL, Message du 13 décembre 2013 concernant la mise en œuvre des recommandations du Groupe d'action financière (GAFI), révisées en 2012, FF 2014 585.

CONSEIL FÉDÉRAL, Message du 21 décembre 2007 concernant la révision du Code des obligations (Droit de la société anonyme et comptable; adaptation des droits de la société en nom collectif, de la société en commandite, de la société à responsabilité limitée, de la société coopérative, du registre du commerce et des raisons de commerce), FF 2008 1407.

CONSEIL FÉDÉRAL, Message du 23 novembre 1994 concernant la loi fédérale sur les cartels et autres restrictions de la concurrence (LCart), FF 1995 I 472.

CONSEIL FÉDÉRAL, Message du 24 février 1993 concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (LBVM), FF 1993 I 1269.

CONSEIL FÉDÉRAL, Message du 23 février 1983 concernant la révision du droit des sociétés anonymes, FF 1983 II 757.

OFFICE FÉDÉRALE DE LA JUSTICE (OFJ), Résultats de la consultation du 17 septembre 2015 sur l'avant-projet du 28 novembre 2014 de modification du Code des obligations (droit de la société anonyme) (cité: Rapport OFJ).

Sources d'autorités étrangères

ASSEMBLÉE NATIONALE (France), Rapport n° 1283 de l'Assemblée nationale du 17 juillet 2013 portant sur la proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel (n° 1037) (cité: Rapport Assemblée nationale [FR]).

HIGH-LEVEL FORUM ON CAPITAL MARKETS UNION, (HLFCMU), A New Vision for Europe's Capital Markets – Final Report of the High-Level Forum on the Capital Markets Union, 10 juin 2020 (cité: Rapport HLFCMU).

UK Listing Review du 3 mars 2021 (cité: Rapport HILL).

Sources institutionnelles

CFA INSTITUTE, Dual-Class Shares: The good, the bad and the ugly – A Review of the Debate Surrounding Dual-Class Shares and Their Emergence in Asia Pacific, 2018 (cité: CFA INSTITUTE [2018]).

BSS, Bericht – RFA Auswirkungen von Loyalitätsaktien, 2022 (cité: Rapport BSS).

ECONOMIESUISSE, Les sociétés anonymes cotées en Bourse: un pilier central de l'économie suisse, Communiqué de presse du 14 décembre 2009 (cité: ECONOMIESUISSE).

ETHOS, Lignes directrices de vote 2021 – Principe de gouvernement d'entreprise (cité: ETHOS [2021]).

ETHOS, Principaux résultats des assemblées générales 2019 et des rémunérations 2018 des sociétés du SPI (cité: ETHOS [2019]).

ETHOS, Principaux résultats des assemblées générales 2018 et des rémunérations 2017 des sociétés du SPI (cité: ETHOS [2018]).

ETHOS, Principaux résultats des assemblées générales 2016: les limites de l'autorégulation (cité: ETHOS [2016]).

ETHOS, Modernisation du droit de la société anonyme – Prise de position de la Fondation Ethos du 12 mars 2015 (cité: ETHOS [consultation]).

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES (OCDE), Rapport du Groupe de pilotage de l'OCDE sur la gouvernance d'entreprise de Décembre 2007 «Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion» (cité: Rapport OCDE).

zCAPITAL, Änderung des Obligationenrechts, Prise de position du 6 mars 2015 (cité: zCAPITAL [consultation]).

TABLE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS

a+abréviation	ancien(ne)
al.	alinéa(s)
art.	article(s)
AFC	Administration fédérale des contributions
AG	(Die) Aktiengesellschaft (= SA)
AktG	Aktiengesetz du 6 septembre 1965 (Allemagne)
AMEX	American Stock Exchange
AMF	Autorité des marchés financiers (France)
ATF	Recueil officiel des arrêts du Tribunal fédéral suisse
BEHG	Börsengesetz (= LBVM)
BSK	Basler Kommentar
c.	considérant(s)
ch.	chiffre(s)
contra	d'avis contraire
C.Com.	Code de commerce (France)
CC	Code civil suisse du 10 décembre 1907 (RS 210)
CFB	Commission fédérale des banques
CHK	Handkommentar zum Schweizer Privatrecht
CO	Loi fédérale complétant le Code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations) du 30 mars 1911 (Code des obligations, RS 220)
CO 1881	Code fédéral des obligations du 14 juin 1881
COMCO	Commission de la concurrence
COPA	Commission des offres publiques d'acquisition
CP	Code pénal suisse du 21 décembre 1937 (RS 311.0)

CR	Commentaire romand
CSA	Code des sociétés et associations (Belgique)
CSBP	Code suisse de bonnes pratiques
Cst.	Constitution fédérale de la Confédération suisse du 18 avril 1999 (RS 101)
DPC	Droit et politique de la concurrence en pratique
ECGI	European Corporate Governance Institute
ECS	L'expert-comptable suisse
éd.	édition
édit.	éditeur
éds	éditeurs
EF	EXPERT FOCUS
FF	Feuille fédérale
FinfraG	Finanzmarktinfrastukturgesetz (= LIMF)
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
FINMAG	Finanzmarktaufsichtsgesetz (= LFINMA)
FusG	Fusionsgesetz (= LFus)
GAFI	Groupe d'action financière
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen
HKEX	Hong Kong Exchange and Clearing Limited
HKLR	Hong Kong Main Board Listing Rules
HLFCMU	High-Level Forum on Capital Markets Union
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
JdT	Journal des tribunaux
KGer ZG	Tribunal cantonal du Canton de Zoug

let.	lettre
LA	Loi fédérale sur l'aviation du 21 décembre 1948 (RS 748.0)
LB	Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934 (Loi sur les banques, RS 952.0)
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995 (Loi sur les bourses, RS 954.1)
LCart	Loi fédérale sur les cartels et autres restrictions à la concurrence du 6 octobre 1995 (Loi sur les cartels, RS 251)
LFus	Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 3 octobre 2003 (Loi sur la fusion, RS 221.301)
LFAIE	Loi fédérale sur l'acquisition d'immeubles par des personnes à l'étranger du 16 décembre 1983 (RS 211.412.41)
LFINMA	Loi fédérale sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers du 22 juin 2007 (Loi sur la surveillance des marchés financiers, RS 956.1)
LHID	Loi fédérale sur l'harmonisation des impôts directs des cantons et des communes du 14 décembre 1990 (RS 642.14)
LIFD	Loi fédérale sur l'impôt fédéral direct du 14 décembre 1990 (RS 642.11)
LIMF	Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et dérivés du 19 juin 2015 (Loi sur l'infrastructure des marchés financiers, RS 958.1)
LITC	Loi fédérale sur les installations de transport par conduites de combustibles ou carburants liquides ou gazeux du 4 octobre 1963 (Loi sur les installations de transport par conduites, RS 746.1)
LSE	London Stock Exchange

LT	Loi fédérale sur les droits de timbre du 27 juin 1973 (RS 641.10)
LTVA	Loi fédérale régissant la taxe sur la valeur ajoutée du 12 juin 2009 (Loi sur la TVA, RS 641.20)
n°	numéro(s)
nbp	note(s) de bas de page
N.J.L.	New Jersey Law
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NF	Novità fiscali
NYSE	New York Stock Exchange
OCCE	Ordonnance sur le contrôle des concentrations d'entreprises du 17 juin 1996 (RS 251.4)
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OEMol-RC	Ordonnance sur les émoluments en matière de registre du commerce du 6 mars 2020 (RS 221.411.1)
OFJ	Office fédéral de la justice
OFK	Orell Füssli Kommentar
OIMF-FINMA	Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 3 décembre 2015 (Ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers, RS 958.111)
OOPA	Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition du 21 août 2008 (Ordonnance sur les OPA, RS 954.195.1)
OPA	Offre publique d'acquisition
OR	Obligationenrecht (= CO)

ORAb	Ordonnance contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse du 20 novembre 2013 (RS 221.331)
ORC	Ordonnance sur le registre du commerce du 17 octobre 2007 (RS 221.411)
OTVA	Ordonnance régissant la taxe sur la valeur ajoutée du 27 novembre 2009 (RS 641.201)
p.	page(s)
par.	paragraphe
PIB	produit intérieur brut
PJA	Pratique juridique actuelle
RC	Registre du commerce
REPRAX	Droit des sociétés et droit du registre du commerce : revue de la législation et de la pratique
RIDC	Revue internationale de droit comparé
RJJ	Revue jurassienne de jurisprudence
RO	Recueil officiel du droit fédéral
RPS	Revue pénale suisse
RS	Recueil systématique du droit fédéral
RSDA	Revue suisse de droit des affaires
RSJ	Revue suisse de jurisprudence
s./ss	suivant(e) / suivants(es)
SA	société anonyme
SGX	Singapore Exchange
SHK	Stämpflis Handkommentar
SIX	SIX Swiss Exchange
SK	Schulthess Kommentar
SMI	Swiss Market Index

SMIM	Swiss Market Index Mid
ST	Der Schweizer Treuhänder (= ECS)
TAF	Tribunal administratif fédéral
TF	Tribunal fédéral
TREX	l'expert fiduciaire
TUF	Testo Unico della Finanza (Italie)
TVA	taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEV	Übernahmeverordnung (= OOPA)
vol.	volume
WEKO	Wettbewerbskommission (= COMCO)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (Allemagne)
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch (= CC)
ZK	Zürcher Kommentar
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft