



Opting out ou quand l'offre obligatoire rate sa cible

ISABELLE CHABLOZ*

Le législateur a aboli, en 2013, la possibilité pour l'offrant de payer une prime de contrôle à l'actionnaire majoritaire en cas d'offre publique d'acquisition obligatoire. L'option a cependant été maintenue pour les sociétés cotées de se soustraire au régime de l'offre obligatoire par l'adoption d'une clause d'opting out/up dans leurs statuts. Près de la moitié des sociétés ayant un actionnaire de contrôle a adopté une telle clause. Si le paiement d'une prime de contrôle d'un montant limité était économiquement justifiable, tel n'est pas le cas de l'opting out qui permet le paiement d'une prime illimitée à l'actionnaire majoritaire, comme le montre le cas Sika. Le présent article propose donc d'abolir les clauses d'opting out et de réintroduire une prime de contrôle d'un montant limité. Ainsi, l'offre obligatoire protégera les actionnaires minoritaires de toutes les sociétés cotées, tout en tenant compte des intérêts des majoritaires.

Der Gesetzgeber hat im Jahr 2013 die Möglichkeit des Anbieters abgeschafft, dem Grossaktionär im Falle eines Pflichtangebots eine Kontrollprämie zu bezahlen. Kotierte Gesellschaften können sich jedoch weiterhin mittels einer Opting-out/up-Klausel von einem Pflichtangebot befreien. Ungefähr die Hälfte der Gesellschaften, die über einen Kontrollaktionär verfügen, sieht in ihren Statuten eine solche Klausel vor. Im Gegensatz zur Zahlung einer begrenzten Kontrollprämie sind Opting-out-Klauseln wirtschaftlich gesehen nicht vertretbar, da letztere die Zahlung einer Kontrollprämie in unbeschränkter Höhe an den Hauptaktionär erlauben, wie im Fall Sika. Dieser Beitrag spricht sich für eine Abschaffung von Opting-out-Klauseln aus und befürwortet die Wiedereinführung einer begrenzten Kontrollprämie. So wird das Pflichtangebot den Kleinaktionär in allen kotierten Gesellschaften schützen, ohne die Interessen der Hauptaktionäre aussen vor zu lassen.

Plan

- I. Introduction
- II. La clause d'opting out
 - A. Généralités
 1. Historique
 2. Données statistiques
 3. Comparaison internationale
 - B. Evolution de la pratique de la COPA
 1. Controverse initiale
 2. Tergiversations
 3. Retour au point de départ
 4. Analyse
 - C. Conclusions intermédiaires
- III. Prime de contrôle et égalité de traitement des actionnaires
 - A. Motifs de l'abolition de la prime de contrôle
 - B. Egalité de traitement
 - C. Analyse et conclusion
- IV. Effets de l'opting out
 - A. Généralités
 - B. Illustration sur la base du cas Sika
 - C. Analyse
- V. Conclusions

* ISABELLE CHABLOZ, Dr en droit, LL.M., avocate, professeure associée à la Formation universitaire à distance, Suisse, UniDistance. Un très grand merci à Pascal Bovey, lic. iur., MBL, conseiller juridique auprès du secrétariat de la Commission des OPA, et à Anne Gabellon, MLaw, doctorante à l'Université de Fribourg, pour la relecture ainsi que pour leurs remarques pertinentes et constructives. Mes remerciements vont également à Julie Perriard et Corinne Copt, assistantes à UniDistance et doctorantes à l'Université de Fribourg pour avoir patiemment collecté les données statistiques.

I. Introduction

Le droit suisse des OPA prévoit un régime d'offre obligatoire (art. 135 LIMF¹), destiné à protéger les actionnaires minoritaires², lors de l'acquisition par un ou plusieurs actionnaires d'une participation majoritaire (33 $\frac{1}{3}$ % ou plus) dans une société cotée. Les clauses statutaires d'opting out et d'opting up, qui sont une singularité du droit suisse, permettent à une société de se soustraire, entièrement ou en partie, à ce régime (art. 125 al. 3 et 4 et art. 135 al. 1 *in fine* LIMF)³.

¹ Loi fédérale du 19 juin 2015 sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés (Loi sur l'infrastructure des marchés financiers, LIMF ; RS 958.1).

² Voir p.ex. CR CO II-BAHAR, art. 125 LIMF N 3, in : Pierre Tercier/Marc Amstutz/Rita Trigo Trindade (édit.), Code des Obligations II, Commentaire Romand, 2^e éd., Bâle 2017 ; RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/JACQUES IFFLAND/TINO GABERTHÜEL, Öffentliche Kaufangebote, 3^e éd., Zurich 2014, N 12.

³ La clause d'opting up permet d'élever le seuil de l'offre obligatoire jusqu'à 49%. Dans la suite de ce travail, il sera essentiellement fait mention de l'opting out. Les remarques faites pour l'opting out valent, sauf mention contraire, également pour l'opting up. En effet, l'opting up a, du point de vue de l'actionnaire de contrôle, le même effet qu'un opting out. Ainsi, The Swatch Group a un opting up à 49%. Si la famille Hayek vendait sa participation (39,71% au 18 janvier 2018, selon les indications publiées par l'Instance de publicité des participations du SIX Swiss Exchange), l'acquéreur n'aurait pas besoin de présenter une offre.

Ces dernières années, le débat s'est focalisé sur le fait qu'il fallait éviter de vider l'offre obligatoire de sa substance par l'adoption d'une clause d'opting out sélective (II.). Avec l'abolition de la prime de contrôle, le législateur suisse a imposé, de manière injustifiée, une égalité de traitement absolue entre les actionnaires de contrôle et les autres (III.). Dans le même temps, il a maintenu la possibilité pour les sociétés de se soustraire au régime de l'offre obligatoire, bien que cela entraîne une atteinte, non justifiable et beaucoup plus grave, aux droits des minoritaires, comme l'illustre très bien le cas Sika (IV.).

II. La clause d'opting out

A. Généralités

1. Historique

Aux termes de l'art. 135 al. 1 LIMF⁴, lorsqu'un ou plusieurs actionnaires acquièrent de concert 33 $\frac{1}{3}$ % des droits de vote de la société (exerçables ou non), ils doivent présenter une offre publique d'achat à l'ensemble des actionnaires. Le principe de l'offre obligatoire a été introduit par la LBVM et est entré en vigueur le 1^{er} janvier 1998⁵.

L'avant-projet de la LBVM prévoyait un régime d'offre obligatoire, sans possibilité de s'y soustraire. La procédure de consultation montra qu'une telle solution n'avait politiquement aucune chance⁶. Le Conseil fédéral changea donc son fusil d'épaule et proposa un assujettissement volontaire des sociétés aux dispositions de la LBVM concernant les offres publiques d'acquisition⁷. La Commission de l'économie et des redevances du Conseil des Etats proposa, à titre de compromis, de soumettre les sociétés cotées au droit des OPA, mais de laisser le choix aux sociétés de se soustraire au régime de l'offre obliga-

toire par l'adoption d'une clause d'opting out dans leurs statuts⁸. Cette proposition fut finalement retenue.

Selon le message du Conseil fédéral, l'offre obligatoire permet aux actionnaires minoritaires de se protéger contre la prise de contrôle de leur société par un nouveau groupe majoritaire qui pourrait donner une autre orientation à la politique de la société⁹. Celui qui vend une participation dominante vend aussi indirectement et économiquement l'entreprise elle-même, même si juridiquement la vente ne porte que sur ses propres titres de participation¹⁰. Les actionnaires minoritaires doivent pouvoir se joindre à lui¹¹. Le régime de l'offre obligatoire sert donc à protéger les actionnaires minoritaires. Il engendre néanmoins aussi certains inconvénients, soulignés par la doctrine au moment de son adoption. Ainsi, il renchérit la prise de contrôle d'une société et entrave le marché de la prise de contrôle¹². De plus, il désavantage les actionnaires disposant d'une participation de contrôle au moment de la vente de celle-ci (barrières à la vente, bien-fondé de la prime de contrôle, entrave à l'autonomie privée)¹³.

2. Données statistiques

Sur 211 sociétés suisses cotées au SIX Swiss Exchange¹⁴, auxquelles il faut soustraire 4 sociétés dont seuls des bons de participation sont cotés¹⁵, 52 ont adopté une clause d'opting out et 13 une clause d'opting up¹⁶. Ainsi, le régime de l'offre obligatoire ne s'applique pas ou pas pleinement à 31,4% des sociétés suisses ayant des actions cotées au SIX Swiss Exchange. La doctrine estime généralement que ce pourcentage n'est pas très élevé, soulignant qu'aucune entreprise faisant partie de l'index

⁴ Le 1^{er} janvier 2016, l'art. 135 LIMF a remplacé l'art. 32 LBVM (Loi fédérale du 24 mars 1995 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières [Loi sur les bourses, LBVM ; RS 954.1]), dont il reprend le contenu exact.

⁵ Concernant l'entrée en vigueur des dispositions de la LBVM régissant le droit des OPA, voir RO 1997 2044.

⁶ Pour un bref historique, voir ISABELLE CHABLOZ, Les clauses d'opting out sélectives, in : Commission des OPA (édit.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zurich 2005, 115 ss, 116 ss. Voir ég., LUC THÉVENOZ/LUKAS ROOS, Die sogenannte Kontrollprämie im Übernahmerecht, RSDA 2011, 612 ss, 614.

⁷ Message du Conseil fédéral du 24 février 1993 concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM), FF 1993 I 1269 ss (cit. Message LBVM), 1312.

⁸ BOCE 1993 V 998 ss, 1006.

⁹ Message LBVM (n. 7), 1317.

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ *Ibidem*.

¹² Voir p.ex. RUDOLF TSCHÄNI, Öffentliche Übernahmeangebote im Börsengesetz und im EG-Recht, PJA 1994, 308 ss, 314 ; HANS CASPAR VON DER CRONE, Angebotspflicht, RSDA numéro spécial 1997, 44 ss, N 1.

¹³ TSCHÄNI (n. 12), 314.

¹⁴ 252 sociétés sont cotées au SIX Swiss Exchange en cotation primaire et secondaire, selon les données publiées par celui-ci, Internet : https://www.six-swiss-exchange.com/shares/companies/issuer_list_fr.html (consulté le 16.1.2018). Si l'on fait abstraction des sociétés étrangères, 211 sociétés suisses sont cotées au SIX et ont la possibilité d'adopter une clause d'opting out ou up. A noter que Myriad Group AG sera décotée au 30 avril 2018.

¹⁵ Basellandschaftliche Kantonalbank, Basler Kantonalbank, Graubündner Kantonalbank et Thurgauer Kantonalbank.

¹⁶ Voir Internet : <https://www.six-exchange-regulation.com/fr/home/publications/opting-up-out.html> (consulté le 16.1.2018). Sur la notion d'opting up, voir n. 3.

SMI n'a adopté une clause d'opting out et que seul The Swatch Group a un opting up à 49%¹⁷. Depuis le 15 mai 2017, Sika fait maintenant partie de l'index et ses statuts contiennent une clause d'opting out (cf. *infra* IV.B.)¹⁸.

Pour déterminer si la clause d'opting out est répandue ou non, il faut, à notre avis, tenir compte uniquement des sociétés contrôlées par un ou plusieurs actionnaires détenant plus de 33 $\frac{1}{3}$ % des droits de vote. Les autres sociétés n'ont, en effet, généralement pas d'intérêt à introduire une telle clause et de faciliter ainsi une prise de contrôle ou un renforcement de celui-ci (cf. *supra* II.A.1.)¹⁹. L'opting out dispense l'offrant, qui par une offre volontaire dépasserait le seuil de 33 $\frac{1}{3}$ % des droits de vote, de l'obligation d'étendre son offre à l'ensemble des titres et de respecter les règles sur le prix minimum (art. 9 al. 6 OOPA²⁰). Seules les sociétés dominées par un ou plusieurs actionnaires de contrôle ont donc intérêt à adopter une telle clause, en faveur de leur actionnaire majoritaire. Pour s'en convaincre, il suffit de consulter les données relatives aux actionnaires principaux des sociétés disposant d'un opting out ou d'un opting up. Il en résulte que la grande majorité est dominée par un ou plusieurs actionnaires de contrôle²¹ :

Participation du ou des principaux actionnaires	Sur les 52 sociétés disposant d'un opting out	Sur les 13 sociétés disposant d'un opting up	Sur les 65 sociétés disposant d'un opting out ou up
< 20%	5	1	6
> 20% et < 33 $\frac{1}{3}$ %	8	2	10
> 33 $\frac{1}{3}$ %	39	10	49

Sur les 211 sociétés suisses cotées au SIX, 104 ont un ou plusieurs actionnaires détenant une participation de

contrôle (plus de 33 $\frac{1}{3}$ % des droits de vote)²². Sur ces 104 sociétés, 49 ont dans leurs statuts une clause d'opting out ou d'opting up, autrement dit un peu moins de la moitié. Les clauses d'opting out et d'opting up sont donc largement répandues dans ce type de sociétés.

Parmi les sociétés suisses cotées disposant d'un actionnaire de contrôle, 5 (Richemont, Roche, Sika, The Swatch Group et Swisscom) font partie du SMI et parmi elles, Sika dispose d'une clause d'opting out et The Swatch Group d'une clause d'opting up à 49%.

3. Comparaison internationale

Dans l'Union européenne, la Directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition pose le cadre légal pour les Etats membres²³. Elle impose l'adoption d'un régime d'offre obligatoire (art. 5), avec la possibilité pour les Etats membres d'introduire des dérogations (art. 4 ch. 5). Aucun d'entre eux ne prévoit la possibilité pour les sociétés d'introduire un opting out²⁴. A l'exception des Etats-Unis, les droits des principales places financières (Canada, Chine, Hong Kong, Inde, Japon et Russie) ont également adopté un régime d'offre obligatoire, sans possibilité de s'y soustraire volontairement²⁵. Le fait de laisser le choix aux sociétés de se soumettre au régime de l'offre obligatoire ne correspond pas aux standards internationaux et peut même être qualifié de singularité du droit suisse²⁶.

¹⁷ SK FinFraG-BARTHOLD/ISLER, in : Rolf Sethe/Olivier Favre/Martin Hess/Stefan Krammer/Ansgar Schott (édit.), *Kommentar zum Finanzmarktinfrastukturgesetz*, Schulthess Kommentar, Zurich 2017, art. 125 N 23 ; TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL (n. 2), N 66.

¹⁸ Après sa reprise par ChemChina, Syngenta a été remplacée dans l'index SMI par Sika. Voir Internet : http://www.six-swiss-exchange.com/swx_messages/online/swx_message_201705051745_en.pdf (consulté le 16.1.2018).

¹⁹ Dans le même sens, TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL (n. 2), N 67.

²⁰ Ordonnance du 21 août 2008 de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition (Ordonnance sur les OPA, OOPA ; RS 954.195.1).

²¹ Le tableau a été obtenu par examen des données publiées par le SIX Swiss Exchange relatives à la publicité des participations, donc sans garantie d'exactitude : Internet : <https://www.six-exchange-regulation.com/fr/home/publications/significant-shareholders.html> (consulté le 16.1.2018).

²² Pour les sociétés suisses dont des actions sont cotées au SIX (Internet : https://www.six-swiss-exchange.com/shares/companies/issuer_list_de.html), nous avons recherché lesquelles ont un ou plusieurs actionnaires détenant plus de 33 $\frac{1}{3}$ % des droits de vote, sur la base des informations publiées par l'instance de publicité des participations et donc sans garantie d'exactitude : Internet : <https://www.six-exchange-regulation.com/fr/home/publications/significant-shareholders.html> (consulté le 16.1.2018).

²³ JO L 142/12, 30.4.2004.

²⁴ Voir l'étude sur l'application de la directive 2004/25/CE concernant les offres publiques d'acquisition (étude externe) réalisée pour le compte de la Commission : Internet : http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf (consulté le 16.1.2018).

²⁵ *Ibidem*, 167 s. Les Etats-Unis n'ont pas, au niveau national, de régime d'offre obligatoire. Quant à l'Australie, elle prévoit un système particulier selon lequel aucun investisseur ne peut acquérir plus de 20% des titres d'une société cotée sans présenter une offre à l'ensemble des actionnaires. Voir aussi DANIEL DAENIKER, *Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt ?* in : Rudolf Tschäni (édit.), *Mergers & Acquisitions XIII*, Zurich 2010, 93 ss, 122 ss.

²⁶ FRANK GERHARD/ALEXANDER NIKITINE, *Fusion – Angebotspflicht – Opting-out*, GesKR 2011, 173 ss, 186 ss. Voir ég. le CMS Guide to Mandatory offers and Squeeze-outs datant d'avril 2017 qui présente le système de 26 pays et selon lequel, seule la Suisse connaît un régime d'opting out, Internet : <https://cms.law/en/INT/>

B. Evolution de la pratique de la COPA

1. Controverse initiale

La clause statutaire d'opting out peut être adoptée soit avant la cotation, soit après celle-ci. Dans le premier cas, la loi ne pose pas de condition spécifique à son adoption. Un vote à la majorité absolue de l'art. 703 CO suffit (art. 125 al. 3 LIMF)²⁷. Lorsqu'une société déjà cotée adopte une telle clause, la loi pose la condition supplémentaire qu'il ne doit pas en résulter pour les actionnaires un préjudice au sens de l'art. 706 CO (art. 125 al. 4 LIMF).

L'interprétation de l'art. 125 al. 4 LIMF (identique à l'ancien art. 22 al. 3 LBVM) n'a pas été sans poser de problèmes en pratique. En offrant la possibilité aux sociétés de se soustraire au régime de l'offre obligatoire sans condition avant la cotation, le législateur a clairement signalé que la Commission des OPA (COPA) ne peut pas examiner la légalité d'une telle clause. Le débat s'est donc focalisé sur les clauses introduites après la cotation et en particulier sur les clauses dites sélectives, à savoir celles destinées à s'appliquer formellement ou matériellement à une transaction déterminée²⁸.

D'emblée, la COPA s'est montrée favorable aux clauses d'opting out sélectives, selon l'idée *a maiore minus*²⁹. Dans l'affaire Esec Holding AG/Unaxis SA, elle a indiqué qu'une clause formellement sélective entraîne une inégalité de traitement au sens de l'art. 706 CO, mais qu'elle est admissible si une assemblée spéciale composée des actionnaires dont les droits sont particulièrement touchés par la clause s'y montre favorable³⁰. A l'époque, la COPA n'avait pas encore le pouvoir décisionnel et son autorité de surveillance, la Commission fédérale des banques (la CFB est l'ancêtre de la FINMA), pouvait at-

traire l'affaire (art. 35 al. 3 et 4 aOBVM-CFB)³¹. C'est ce qu'elle fit. Le 23 juin 2000, la CFB rendit une décision dans laquelle elle déclara que l'introduction d'une clause d'opting out formellement sélective n'était pas admissible, car seule la clause générale d'opting out ou d'opting up était autorisée par le législateur³². A son avis, l'organisation d'une assemblée spéciale ne reposait sur aucune base légale et n'aurait pas suffi pour légitimer l'introduction de cette clause³³.

La COPA était désormais liée par cette décision. Le 3 mars 2004, elle annonça qu'elle traiterait les clauses matériellement sélectives de la même manière que les clauses formellement sélectives³⁴. Elle introduisit peu après une présomption selon laquelle, si le dépassement de seuil intervenait plus de cinq ans après l'adoption de la clause, elle partirait du principe que celle-ci serait générale et non sélective³⁵. Elle confirma ensuite à plusieurs reprises sa pratique restrictive³⁶.

2. Tergiversations

En 2011, la COPA, qui avait désormais le pouvoir décisionnel³⁷, modifia sa pratique et indiqua qu'elle ne souhaitait pas se substituer au contrôle du juge civil³⁸. Ainsi, elle considérait que la clause était valable, lorsque les actionnaires avaient été informés du caractère sélectif de la clause d'opting out au moment de son adoption et qu'ils n'avaient ensuite pas fait annuler la décision de l'assemblée générale par les tribunaux civils³⁹. Autrement dit, du moment que les actionnaires étaient pleinement informés et adoptaient la clause sélective en connaissance de cause, elle leur laissait le soin de se défendre eux-mêmes. Très

Publication/CMS-Guide-to-Mandatory-Offers-and-Squeeze-outs (consulté le 16.1.2018).

²⁷ Voir p.ex. SK FinfraG-BARTHOLD/ISLER (n. 17), art. 125 N 24; ROBERT BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), thèse, Berne 1998, 223; CHABLOZ (n. 6), 119 s.; MARCO GRUBER, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuem Börsengesetz, thèse Zurich 1996, 119; CHRISTIAN KÖPFLI, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, thèse Zurich 2000, 131 s.; HENRY PETER/PASCAL BOVEY, Droit suisse des OPA, Berne 2013, N 453; VON DER CRONE (n. 12), 50.

²⁸ La clause formellement sélective désigne explicitement la transaction à laquelle elle doit s'appliquer, alors que la clause matériellement sélective est formulée de manière générale, mais adoptée en vue d'une transaction particulière.

²⁹ COPA, Recommandation 56/01, 23.2.2000, dans l'affaire *Flughafen-Immobilien-Gesellschaft*, c. 2.

³⁰ COPA, Recommandation 65/01, 6.6.2000, dans l'affaire *Esec Holding AG*, c. 2.2.

³¹ Ordonnance de la Commission fédérale des banques du 25 juin 1997 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Ordonnance de la CFB sur les bourses, OBVM-CFB), abrogée au 1^{er} janvier 2009.

³² CFB, décision, 23.6.2000, dans l'affaire *Esec Holding AG/Unaxis Holding AG*.

³³ Rapport de gestion de la CFB 2000, 236.

³⁴ COPA, Recommandation 184/01, 3.3.2004, dans l'affaire *Adval Tech Holding AG*, c. 3.3.

³⁵ COPA, Recommandation 203/01, 7.7.2004, dans l'affaire *Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève*, c. 1.2.2.

³⁶ COPA, décision 437/01, 4.3.2010, dans l'affaire *CI COM SA*, c. 2.1; COPA, décision 440/01, 4.6.2010, dans l'affaire *COS Computer Systems AG*.

³⁷ La loi fédérale du 22 juin 2007 sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (Loi sur la surveillance des marchés financiers, LFINMA; RS 956.1), entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2009, a fait de la COPA une véritable autorité administrative, RO 2009 5207 ss.

³⁸ COPA, décision 490/01, 22.9.2011, dans l'affaire *LEM Holding SA*, c. 2.

³⁹ *Ibidem*.

vite, la COPA remarqua qu'une telle pratique était la porte ouverte à toutes sortes d'abus et elle réserva, dans une décision non publiée⁴⁰, ces cas d'abus.

3. Retour au point de départ

Le 28 septembre 2012, pour des motifs liés à l'égalité de traitement entre actionnaires (*cf. infra* III.A.)⁴¹, le législateur suisse a aboli, au 1^{er} mai 2013, la possibilité de verser une prime de contrôle à l'actionnaire principal⁴². Jusqu'à cette date, les actionnaires qui vendaient leurs titres à l'offrant avant le début de l'offre pouvaient recevoir un prix jusqu'à un tiers plus élevé que le prix de l'offre (*cf. infra* III.A.). Désormais, le même prix que le prix le plus élevé payé dans les douze derniers mois par l'offrant pour des titres de la société cible doit être offert aux destinataires de l'offre (art. 135 al. 2 lit. b LIMF).

Depuis l'abolition de la prime de contrôle, la seule possibilité pour un actionnaire majoritaire d'obtenir une telle prime est que la société dispose d'une clause d'opting out dans ses statuts⁴³. Dès lors, il fallait éviter que la pratique libérale mise en place par la COPA ne permette d'éviter le principe de l'égalité de traitement imposé par le droit des OPA⁴⁴. Ainsi peut-on lire dans le message : « L'expérience a montré qu'une clause dite d'opting out est généralement considérée comme étant en contradiction avec la protection des participations minoritaires et un bon gouvernement d'entreprise et risque d'avoir des répercussions négatives sur le cours en bourse. Pour les actionnaires minoritaires, l'unique problème n'en demeure pas moins une clause d'opting out ultérieure. L'idée de l'appliquer à seul dessein d'affranchir un offrant concret de l'obligation de présenter une offre et, partant, de l'interdiction de verser une prime de contrôle, serait tout à fait sélective et la Commission des OPA ne la tolérerait pas au regard de sa pratique actuelle ».⁴⁵

Le 11 octobre 2012, soit avant l'entrée en vigueur de la modification législative abolissant la prime de contrôle, la COPA (dans son ensemble et à l'unanimité) adopta la pratique suivante : si la clause d'opting out recueille (i) la majorité absolue des voix attribuées aux actions représentées ainsi que (ii) la majorité absolue des voix exprimées par les actionnaires « minoritaires », le vote de l'assemblée générale bénéficie d'une présomption de bien-fondé (*Richtigkeitsvermutung*)⁴⁶, pour autant que ce double vote repose sur une information complète. Tel ne sera pas le cas, si la double majorité n'est pas réunie ou lorsque les actionnaires n'ont pas été correctement informés. Le conseil d'administration doit ainsi communiquer à l'assemblée générale les informations relatives aux motifs de la proposition, à la transaction envisagée, aux changements de contrôle en découlant ainsi qu'aux effets généraux d'une clause d'opting out⁴⁷. La COPA précisa encore que sa nouvelle pratique s'appliquerait également aux clauses formellement sélectives, selon le principe *a maiore minus*. Autrement dit, la COPA est revenue aux principes développés dans la recommandation Esec Holding SA (*cf. supra* II.B.1.)⁴⁸.

4. Analyse

D'une part, le législateur a signalé que les sociétés devaient avoir le choix de se soustraire à l'offre obligatoire par l'adoption d'une clause d'opting out. D'autre part, il a indiqué qu'après la cotation, il ne devait pas en résulter un préjudice au sens de l'art. 706 CO. Or, dans les sociétés qui ont un ou plusieurs actionnaires de contrôle (les seules à avoir un véritable intérêt à adopter une telle clause, *cf. supra* II.A.2.), en perdant leur option de sortie, les actionnaires minoritaires subissent *a priori* toujours un préjudice au profit du majoritaire. En effet, si celui-ci vend sa participation, l'offrant n'a pas l'obligation de présenter une offre et il peut alors toucher une prime de contrôle illimitée. Par conséquent, le rôle de la COPA est compliqué lorsqu'il s'agit d'examiner la validité des clauses d'opting out introduites après la cotation.

⁴⁰ Pour des extraits de cette décision, SONJA BLAAS/PASCAL BOVEY, *Aus der Praxis der Übernahmekommission – Pratique de la Commission des OPA*, RSDA 2012, 222 ss, 230 s. Voir également OPA, décision 511/01, 8.5.2012, dans l'affaire *BT&T Timelife AG*, c. 2.1

⁴¹ Message du 31 août 2011 relatif à la modification de la loi sur les bourses (Délits boursiers et abus de marché), FF 2011 6329 ss (cit. Message délits boursiers), 6346.

⁴² RO 2013 1103 ss.

⁴³ ANNIE-FABIENNE PILLIONNEL, *L'égalité de traitement comme moyen de protection des actionnaires minoritaires en droit suisse des OPA*, in : Olivier Hari (édit.), *Protection de certains groupes de personnes ou de parties faibles versus libéralisme économique : quo vadis ?*, Genève/Zurich/Bâle 2016, 267 ss, 275 s.

⁴⁴ LUC THÉVENOZ/PASCAL BOVEY, *Développements du droit suisse des OPA*, RSDA 2013, 239 ss, 247 ; PILLIONNEL (n. 43), 275 s.

⁴⁵ Message délits boursiers (n. 41), 6346.

⁴⁶ COPA, décision 518/01, 11.10.2012, dans l'affaire *Advanced Digital Broadcast Holdings SA*. Voir ég., CR CO II-BAHAR (n. 2), art. 125 LIMF N 66 ; PETER/BOVEY (n. 27), N 469 ss ; LUC THÉVENOZ/LUKAS ROOS, *Opting Out*, in : Rudolf Tschäni (édit.), *Mergers & Acquisitions XVII*, Zurich 2015, 33 ss, 43 s.

⁴⁷ COPA, décision 518/01, 11.10.2012, dans l'affaire *Advanced Digital Broadcast Holdings SA*, c. 5. Voir ég., PETER/BOVEY (n. 27), N 476.

⁴⁸ Critique par rapport à cette nouvelle pratique, PILLIONNEL (n. 43), 282 ss.

Pour se conformer à la volonté du législateur, la COPA a oscillé entre deux conceptions. La première (qui lui fut imposée par son autorité de contrôle de l'époque) visait à considérer que tant que l'adoption d'une clause d'opting out résultait d'un choix abstrait entre deux systèmes (que cela soit avant ou après la cotation), cela était admissible. Ainsi, la pratique interdisant les opting out sélectifs visait à éviter que l'adoption d'une clause d'opting out permette de contourner l'obligation de présenter une offre.

La seconde se fonde sur l'autonomie privée et sur le consentement des actionnaires. Elle présume ainsi du bien-fondé d'une clause d'opting out, lorsque les actionnaires subissant un préjudice donnent leur consentement éclairé. Dans le même sens, l'opting out introduit avant la cotation ou avant que l'investisseur n'acquière des titres de la société ne pose « théoriquement » pas de problème puisque l'investisseur connaît ou a au moins la possibilité de connaître l'existence de cette clause au moment où il acquiert des titres de la société. Il n'en reste pas moins qu'une telle clause est contraire aux standards internationaux (*cf. supra* II.A.3.) et qu'il n'est pas certain que les investisseurs étrangers en comprennent la portée.

C. Conclusions intermédiaires

Pour des raisons politiques, le législateur autorise les sociétés à se soustraire au régime de l'offre obligatoire par l'adoption d'une clause d'opting out. Pour éviter que le régime de l'offre obligatoire soit vidé de sa substance, la COPA a très vite dû intervenir pour empêcher que les actionnaires tenus de présenter une offre obligatoire se soustraient à leur obligation en introduisant ou en faisant introduire une clause d'opting out dans les statuts de la société. Le débat s'est alors focalisé sur les clauses d'opting out introduites après la cotation de la société⁴⁹. L'existence même d'une clause d'opting out est une brèche importante dans la protection des actionnaires minoritaires. L'importance de cette brèche, unique dans les pays disposant d'un régime d'offre obligatoire, se mesure au fait que près de la moitié des sociétés suisses cotées au SIX, dominée par un ou plusieurs actionnaires de contrôle, dispose d'une telle clause (*cf. supra* II.A.2.).

Dans ce contexte, il est, comme nous allons le voir, difficile de comprendre que pour des motifs liés à la bonne réputation de la place financière suisse, le droit suisse des OPA exige une égalité absolue de traitement entre l'actionnaire de contrôle et les autres actionnaires en

cas d'offre obligatoire (*cf. infra* III.), mais tolère l'opting out (*cf. infra* IV.).

III. Prime de contrôle et égalité de traitement des actionnaires

A. Motifs de l'abolition de la prime de contrôle

Au 1^{er} mai 2013, le législateur a modifié l'art. 32 al. 4 aLBVM et a aboli la possibilité de payer une prime de contrôle dans le cadre d'une offre obligatoire. Selon l'art. 32 al. 4 aLBVM, le prix d'une offre publique d'acquisition devait être au moins égal au cours de bourse et il ne devait pas être inférieur de plus de 25 % au prix le plus élevé payé par l'offrant pour des titres de la société visée dans les douze derniers mois. Jusqu'à cette date, il était dès lors possible de payer une prime pouvant aller jusqu'à 33¹/₃ % par rapport au prix de l'offre⁵⁰.

La décision du législateur fut motivée par des motifs liés à l'égalité de traitement. Ainsi, peut-on lire dans le message : « le paiement d'une prime de contrôle viole le principe de l'égalité de traitement des actionnaires qui s'applique dans le droit des offres publiques d'acquisition. La prime de contrôle pousse les grands actionnaires des sociétés visées – et souvent les conseils d'administration qu'ils contrôlent – à se concentrer sur la négociation du prix des paquets d'actions déterminants échangés en amont plutôt que sur les modalités de prix de l'offre publique d'acquisition. Le prix versé aux petits actionnaires n'est pas satisfaisant en fin de compte, ce qui contredit l'esprit et la finalité de l'obligation de présenter une offre »⁵¹. Après avoir indiqué que l'UE et la plupart des places financières importantes prohibent le paiement d'une telle prime, le message indique que : « ces différences de régime suscitent l'incompréhension des investisseurs étrangers ; elles affectent négativement leurs choix d'investissement et par conséquent l'afflux de liquidités. L'attrait de la place financière suisse en pâtit à l'heure où elle fait face à une intensification de la concurrence internationale [...] ; l'économie suisse dans son ensemble pourrait en subir les effets négatifs »⁵².

⁴⁹ La plupart des publications sur l'opting out traitent de la pratique de la COPA et donc de l'opting out sélectif, voir p.ex. CHABLOZ (n. 6) ; PILLIONNEL (n. 43) ; GERHARD/NIKITINE (n. 26).

⁵⁰ A titre d'exemple, si le prix le plus élevé était de CHF 100, le prix de l'offre devait être au minimum de CHF 75. Par conséquent par rapport au prix de l'offre (CHF 75), la prime la plus élevée (CHF 25), représentait 1/3 du prix de l'offre.

⁵¹ Message délits boursiers (n. 41), 6339.

⁵² *Ibidem*.

Or, au moment de l'adoption de l'art. 32 al. 4 aLBVM, le législateur avait prétendu que le paiement d'une prime de contrôle ne violait pas le principe de l'égalité de traitement, mais était justifié par le fait que la valeur d'une participation dominante est supérieure à la valeur des mêmes actions isolées⁵³.

B. Egalité de traitement

L'art. 717 al. 2 CO traite de l'égalité de traitement entre actionnaires. Cette disposition ne s'adresse pas aux actionnaires eux-mêmes, mais aux membres des organes dirigeants des sociétés. En effet, elle indique que les membres du conseil d'administration, de même que les tiers qui s'occupent de la gestion, doivent traiter de la même manière les actionnaires qui se trouvent dans la même situation. L'égalité de traitement est une égalité relative et non absolue, autrement dit seuls les actionnaires qui se trouvent dans la même situation doivent être traités de manière identique⁵⁴. L'art. 706 al. 2 ch. 3 CO s'adresse directement aux actionnaires et leur permet de faire annuler les décisions de l'assemblée générale qui entraînent pour les actionnaires une inégalité de traitement ou un préjudice non justifié par le but de la société. Ainsi, une décision de l'assemblée générale qui attribuerait un dividende plus élevé à l'actionnaire majoritaire serait annulable.

Le principe de l'égalité de traitement ne s'applique en principe pas entre actionnaires concernant la vente de leurs titres⁵⁵. Ainsi, celui qui achète des titres, en ou hors bourse, peut tout à fait payer un prix plus élevé à un actionnaire qu'à un autre. Le fait que des prix différents soient payés en fonction de l'évolution du cours de bourse n'est pas contraire à l'égalité de traitement des investisseurs (art. 1 al. 2 LIMF), mais est inhérent au système. Une exception prévaut lorsque les titres sont acquis par le biais d'une offre publique d'acquisition. Les art. 127 al. 2 LIMF ainsi que les art. 1, 9 et 10 OOPA obligent l'offrant à traiter sur un pied d'égalité tous les destinataires de l'offre⁵⁶, ayant des titres de participation de la même catégorie. Le principe de l'égalité de traitement s'applique indépendamment du fait que les règles sur le prix mini-

mum s'appliquent ou non⁵⁷. Ainsi, si un offrant lance une OPA volontaire sur les titres d'une société disposant d'un opting out, il devra tout de même traiter les destinataires de l'offre de manière égalitaire (art. 9 al. 5 OOPA).

En cas d'offre obligatoire, le législateur impose que les participants à l'offre touchent au minimum le prix le plus élevé payé par l'offrant pour des titres de participation de la société d'une période allant de douze mois avant l'offre (art. 135 al. 2 lit. b LIMF) à six mois après l'offre (art. 10 al. 1 OOPA). Il interdit ainsi le paiement d'une prime à un actionnaire de contrôle⁵⁸. Il protège les destinataires de l'offre, mais n'étend pas l'application du principe de l'égalité de traitement à tous les actionnaires de la société cible⁵⁹. Ainsi, les actionnaires qui vendent leurs titres à l'offrant à un prix inférieur à celui de l'offre, avant ou après l'offre, n'ont pas droit au paiement de la différence. La prime de contrôle (art. 32 al. 4 aLBVM) ne représentait ainsi pas une exception au principe de l'égalité de traitement des destinataires de l'offre, imposé par le droit des OPA⁶⁰.

Le critère permettant à l'offrant de privilégier certains actionnaires de la société cible par rapport aux destinataires de l'offre était un critère temporel et non pas un critère fondé sur l'importance de la participation⁶¹. L'offrant pouvait ainsi payer un prix jusqu'à un tiers plus élevé que le prix de l'offre (*cf. supra* III.A.) aux actionnaires avant l'offre. Il n'en reste pas moins que comme l'acquisition d'une participation de contrôle correspond à l'acquisition de la société (*cf. supra* II.A.1.), la fixation du prix minimum pose en réalité la question de la répartition équitable du prix entre les actionnaires de la société cible. Autrement dit, la question est celle de savoir si une participation de contrôle a ou non une valeur plus élevée qu'une action isolée.

⁵³ Message LBVM (n. 7), 1317.

⁵⁴ Voir p.ex. CR CO II-PETER/CAVADINI (n. 2), art. 717 N 10 et les réf. citées.

⁵⁵ NINA REISER/HANS CASPAR VON DER CRONE, Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG, GesKR 2012, 29 ss, 32.

⁵⁶ Sur la notion de destinataires de l'offre, voir p.ex. CR CO II-BAHAR (n. 2), art. 127 N 47 ss.

⁵⁷ Pour une offre volontaire avec opting out, voir p.ex. COPA, décision 569/01, 24.6.2014, dans l'affaire *Pretium AG*. Voir ég. SK FinfraG-LUCHSINGER GÄHWILER/AMMANN/MONTANARI (n. 17), art. 127 N 157.

⁵⁸ CR CO-II BAHAR (n. 2), art. 135 LIMF N 134 ; PILLIONNEL (n. 43), 273 ; THÉVENOZ/BOVEY (n. 44), 240 ; TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL (n. 2), N 86 ss.

⁵⁹ D'un autre avis, URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Berne 2009 (cit. SCHENKER, Übernahmerecht), 165 ; URS SCHENKER, Die Position von Minderheitsaktionären bei öffentlichen Angeboten, in : Peter V. Kunz/Florian S. Jörg/Oliver Arter (édit.), *Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XI*, Berne 2016, 161 ss, 164 et 173 s.

⁶⁰ D'un autre avis, SCHENKER, Übernahmerecht (n. 59), 165 s. ; THÉVENOZ/ROOS (n. 6), 618 s.

⁶¹ Dans ce sens, voir ég. la prise de position du 27.4.2010 de la COPA dans la procédure de consultation relative à la modification de la LBVM (Délits boursiers et abus de marché), 8 s., et THÉVENOZ/ROOS (n. 6), 612.

Le motif qui a conduit à l'adoption de la prime de contrôle, à savoir le fait que la valeur de la participation de contrôle est supérieure, a été établi de manière empirique⁶². La doctrine majoritaire soutient du reste généralement que la participation de contrôle a une valeur plus élevée qu'une action individuelle. Certains auteurs admettent que la prime de contrôle correspond à la valeur capitalisée du pouvoir décisionnel⁶³. D'autres sont d'avis qu'elle correspond à l'avantage que l'actionnaire majoritaire pourra s'octroyer au détriment des minoritaires⁶⁴. Au fur et à mesure du développement des règles comptables et donc de l'amélioration de la transparence, cet argument tend à perdre de sa portée⁶⁵. Par conséquent, d'un point de vue économique, le paiement d'une prime de contrôle se justifie et il est donc légitime d'en tenir compte dans la fixation du prix minimum. D'autant plus, que la prime de contrôle permettait de tenir compte des risques plus élevés encourus par les majoritaires, du fait du manque de diversification de leur portefeuille⁶⁶. Par conséquent, le principe de la prime se justifie, mais faut-il encore en définir le montant. Une prime d'un tiers du prix de l'offre était certainement trop élevée et pouvait conduire à des résultats choquants (*cf. infra* III.C.)⁶⁷.

C. Analyse et conclusion

À l'époque des débats parlementaires, le cas Quadrant était dans tous les esprits⁶⁸. Dans cette affaire, quatre membres du conseil d'administration de Quadrant avaient

participé à la fondation à 50% de la société Aquamit en y apportant leur participation dans Quadrant, pour une valeur de CHF 114.50 par action. Aquamit soumit ensuite une offre aux autres actionnaires pour une valeur de CHF 86 par action. Comme dans le cas Sika (*cf. infra* IV.B.), les actionnaires majoritaires n'ont fait qu'user de leur droit, mais le résultat fut jugé choquant⁶⁹. Ce sont par conséquent plus des motifs politiques que des motifs économiques ou juridiques qui ont conduit à l'abolition de la prime de contrôle.

En conclusion, l'affaire Quadrant a amené le législateur à abolir la prime de contrôle. Celui-ci a justifié l'abolition par une violation du principe de l'égalité de traitement. Or, le principe de l'égalité de traitement ne s'applique qu'aux destinataires de l'offre. Quant aux règles sur le prix minimum, leur but est d'assurer une répartition équitable du prix entre les actionnaires, lorsqu'un offrant acquiert une majorité de contrôle. Une répartition absolument égalitaire n'est pas équitable, puisqu'elle ne tient pas compte du fait qu'une participation de contrôle a une valeur plus élevée qu'une action individuelle.

IV. Effets de l'opting out

A. Généralités

Comme mentionné précédemment (*cf. supra* III.B.), le système de l'offre obligatoire impose à celui qui veut acquérir le contrôle d'une société d'offrir aux destinataires de l'offre un prix au moins aussi élevé que le prix payé pour l'achat de titres dans une période de douze mois avant l'offre (art. 135 al. 2 lit. b LIMF) à six mois après l'offre (art. 10 al. 1 OOPA).

La clause d'opting out permet aux actionnaires majoritaires de vendre la société sans avoir besoin de faire participer les autres actionnaires⁷⁰. Ainsi, le prix que l'acquéreur est prêt à payer pour acquérir le contrôle de la société n'est pas réparti entre l'ensemble des actionnaires, mais profite uniquement au(x) majoritaire(s). En effet, si les statuts prévoient une clause d'opting out, l'acquéreur n'a pas l'obligation de présenter une offre et s'il en présente une, les règles sur le prix minimum ne s'appliquent pas. L'opting out permet ainsi à l'actionnaire majoritaire d'en-

⁶² YVES CHERIDITO/THOMAS SCHNELLER, Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung, L'expert-comptable 2008, 416 ss, 418 ; TATJANA LINDER, Die Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht – unter besonderer Berücksichtigung der Cross Conditionality, thèse, Zurich 2010, 100 ; GIORGIO MEIER-MAZZUCATO/MARC A. MONTANDON, Wert- bzw. Preisprospektiven und Paketz- und -abschläge bei der Unternehmensbewertung und bei Unternehmenstransaktionen, TREX 2011, 270 ss, 271.

⁶³ ANDREAS HÜNERWADEL, Die gesellschaftsrechtlichen Pflichten des Hauptaktionärs beim Kontrollverkauf einer privaten Aktiengesellschaft, thèse, Zurich 1995, 50 s. ; MARCUS LUTTER, Zur Treuepflicht des Grossaktionärs, JuristenZeitung 1976, 225 ss ; REISER/VON DER CRONE (n. 55), 33 ss.

⁶⁴ Voir p.ex. CHERIDITO/SCHNELLER (n. 62), 418 ; DAENIKER (n. 25), 100 s. ; KÖPFLI (n. 27), 56 et 60.

⁶⁵ REISER/VON DER CRONE (n. 55), 34. Dans le même sens, DAENIKER (n. 25), 101 ; LINDER (n. 62), 100.

⁶⁶ STEPHAN FREI, Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz, 2^e éd., Berne 1998, 128 ; KÖPFLI (n. 27), 62.

⁶⁷ Dans ce sens, PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4^e éd., Zurich/Bâle/Genève 2009, § 7 N 242a et 249. Très critique également, SCHENKER, Übernahmerecht (n. 59), 166 s.

⁶⁸ Voir COPA, décision 410/1, 29.5.2009, dans l'affaire *Quadrant AG*, et COPA, décision 410/2, 16.6.2009, dans l'affaire *Quadrant AG* ; FINMA, décision, 8.7.2009, et TAF, B-5272/2009, 30.11.2010.

⁶⁹ Quadrant-Deal reizt Gesetz aus, Finanz und Wirtschaft du 11.7.2009, ou encore Quadrant prouve encore que la loi ne protège guère les minoritaires, L'AGEFI du 28.8.2009. Pour d'autres articles, voir THÉVENOZ/ROOS (n. 6), 619.

⁷⁰ Message LBVM (n. 7), 1317.

caisser une prime de contrôle illimitée⁷¹. Si le législateur a considéré que la prime de contrôle engendrait une inégalité de traitement inacceptable entre investisseurs (*cf. supra* III.B.), que dire alors de l'opting out ?

B. Illustration sur la base du cas Sika

La société Sika AG (ci-après : Sika), dont le siège est à Baar, fait depuis décembre 2014 l'objet d'une tentative de prise de contrôle par la Compagnie de Saint-Gobain SA (ci-après : Saint-Gobain), dont le siège se trouve à Courbevoie, en France⁷². La première bataille juridique visant à empêcher cette prise de contrôle s'est déroulée sur le champ de l'opting out, la seconde, toujours en cours, sur celui de l'application de la clause statutaire d'agrément⁷³. Seule la première est traitée ici. Pour bien comprendre les enjeux juridiques, il faut rappeler brièvement les faits.

Sika dispose de deux catégories d'actions : 2'333'874 actions nominatives liées d'une valeur nominale de CHF 0.10, non cotées, et 2'151'199 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 0.60, cotées au SIX Swiss Exchange⁷⁴. Une clause d'opting out figure à l'article 5 des statuts, selon laquelle l'acquéreur d'actions de la société n'est pas obligé de présenter une offre publique d'acquisition au sens des art. 32 et 52 LBVM⁷⁵. Les statuts contiennent également une clause d'agrément interdisant à l'acquéreur d'actions nominatives d'être inscrit avec plus 5 % des actions nominatives au registre des actions. La presque totalité des actions nominatives liées est détenue par la Schenker-Winkler Holding AG (ci-après :

SWH) qui dispose au total de 52,92 % des droits de vote et de 16,97 % du capital-actions⁷⁶. La SWH est elle-même en mains de cinq frères et sœurs à parts égales (ci-après : la famille Burkard). Le 5 décembre 2014, la famille Burkard et Saint-Gobain ont conclu un contrat d'achat d'actions pour leurs participations dans SWH pour 2,75 milliards CHF (à l'époque, cela représentait une prime de 80 % par rapport à la valeur de marché des actions cotées)⁷⁷.

Le 8 décembre 2014, Saint-Gobain a, par communiqué de presse, informé de la conclusion du contrat d'achat d'actions. Au surplus, elle a indiqué ne pas avoir l'intention de soumettre une OPA aux actionnaires de Sika⁷⁸. Par communiqué de presse du même jour, le conseil d'administration de Sika s'est opposé à la transaction envisagée⁷⁹.

Le 5 mars 2015, la COPA a, sur requête de SWH, constaté la validité de la clause d'opting out et décidé qu'en cas d'abrogation de la clause, l'art. 22 al. 3 LBVM ainsi que la pratique relative à l'introduction d'une clause d'opting out (*cf. supra* II.B.) ne s'appliqueraient pas⁸⁰. Seuls SWH et Sika étaient parties à cette procédure. Le même jour, William H. Gates III, Melinda French Gates (en leur qualité de Trustees de la Bill & Melinda Gates Foundation Trust) et Cascade Investment, L.L.C. (ci-après : les requérants) ont requis de la COPA qu'elle oblige Saint-Gobain à présenter une offre aux actionnaires de Sika, au moment de l'exécution du contrat d'achat. Ils ont également demandé à être partie à la procédure⁸¹. La question à laquelle devait répondre la COPA était celle de savoir si la clause d'opting out s'applique à Saint-Gobain.

Selon les requérants, les clauses d'agrément et d'opting out doivent être examinées ensemble. Comme la clause d'agrément vise à empêcher une prise de contrôle, alors que la clause d'opting out vise à la faciliter, cette dernière doit être interprétée comme n'étant applicable qu'à la famille Burkard. Il ressort du procès-verbal de la séance du 4 novembre 1994 du conseil d'administration de Sika que la clause d'opting out a été introduite pour maintenir le *status quo* et non pas pour limiter les droits de l'actionnariat public. De l'avis des requérants, il s'agissait d'éviter que la famille Burkard doivent présen-

⁷¹ PILLIONNEL (n. 43), 276 ; SCHENKER, Übernahmerecht (n. 59), 439.

⁷² Pour une présentation de l'état de fait, voir aussi CAMILLE AUBERSON/DAMIEN OPPLIGER, L'affaire Sika : un exemple en faveur d'une approche économique des transferts d'actions soumis à l'agrément de la société, RSDA 2015, 614 ss, 617 ss.

⁷³ Le 27 octobre 2016, le Tribunal cantonal zougais (décision A3 2015 27) a rejeté une action introduite par Schenker-Winkler Holding AG visant à faire annuler certaines décisions de l'assemblée générale de Sika pour lesquelles, elle s'est vu appliquer la clause d'agrément et n'a donc pu exercer que 5 % des droits de vote quand bien même elle détenait 16,97 % du capital-actions et par le jeu des actions à droit de vote privilégié, 52,92 % des droits de vote de la société. Au 18 janvier 2018, l'affaire était toujours pendante devant la dernière instance cantonale. A propos de la clause d'agrément, voir AUBERSON/OPPLIGER (n. 72), 614 ss.

⁷⁴ Voir p.ex. COPA, décision 598/01, 1.4.2015, dans l'affaire *Sika AG*, let. C.

⁷⁵ *Ibidem*, let. B. La clause originale a le contenu suivant : « Erwerber von Aktien der Gesellschaft ist nicht zu einem öffentlichen Kaufangebot nach den Artikeln 32 und 52 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel verpflichtet ». A noter que depuis l'entrée en vigueur de la LIMF le 1^{er} janvier 2016, l'art. 32 LBVM correspond à l'art. 135 LIMF et l'art. 52 LBVM à l'art. 163 LIMF.

⁷⁶ COPA, décision 598/01, 1.4.2015, dans l'affaire *Sika AG*, let. C.

⁷⁷ L'évolution du cours de bourse fait que le prix négocié par la famille Burkard est maintenant extrêmement favorable à Saint-Gobain. En effet, alors que le cours de bourse était aux alentours de CHF 3'800 (source : Bloomberg) avant l'annonce de la transaction, celui-ci était à CHF 8'305 au 16 janvier 2018.

⁷⁸ COPA, décision 598/01, 1.4.2015, dans l'affaire *Sika AG*, let. E.

⁷⁹ *Ibidem*, let. F.

⁸⁰ COPA, décision 594/01, 5.3.2015, dans l'affaire *Sika AG*.

⁸¹ COPA, décision 598/01, 1.4.2015, dans l'affaire *Sika AG*, let. L.

ter une offre en cas d'augmentation de sa participation au-dessus du seuil de 50 % (art. 52 aLBVM, actuel art. 163 LIMF)⁸². La COPA rappelle que les statuts des sociétés cotées doivent, selon la doctrine dominante, être interprétés selon les mêmes principes qu'une loi et que lorsque le texte est clair, il n'y a lieu de s'en écarter que si des motifs pertinents le justifient⁸³. En l'occurrence, il est clair pour la COPA que la clause d'opting out est générale et non pas sélective.

Les requérants ont au surplus invoqué que la famille Burkard commettait un abus de droit et abusait de sa position privilégiée au sein de la société pour en retirer des avantages personnels. Le fait de se référer à la clause d'opting out fait partie, à leur avis, de ce comportement abusif. La COPA relève à juste titre que l'objectif de la clause d'opting out est de libérer l'acquéreur de titres d'une société cotée de l'obligation de présenter une offre. Il n'est donc pas abusif pour Saint-Gobain de se fonder sur la clause d'opting out pour ne pas présenter une offre⁸⁴.

La décision de la COPA a été confirmée par la FINMA le 4 mai 2015 et par le Tribunal administratif fédéral (dernière instance compétente en la matière) le 27 août 2015⁸⁵.

C. Analyse

Après la première guerre mondiale et jusqu'aux années 80, le marché des capitaux suisses pouvait être qualifié de « forteresse des Alpes »⁸⁶. Pour éviter une prise de contrôle par des investisseurs étrangers, de nombreuses sociétés suisses avaient introduit des clauses d'agrément dans leurs statuts⁸⁷. Ce n'est que vers la fin des années 80 que le marché suisse des capitaux s'est à nouveau ouvert⁸⁸. Les actions à droit de vote privilégié et la clause d'agrément prévues par les statuts de Sika sont certainement des reliquats de cette époque. Quant à la clause d'opting out, elle a été adoptée le 27 mai 1998⁸⁹, soit peu après l'entrée en vigueur du droit des OPA pour échapper au régime de l'offre obligatoire.

Le cas Sika reflète très bien le problème que pose la clause d'opting out pour la protection des actionnaires minoritaires. Dans l'affaire Sika, celui-ci est encore exacerbé par le fait que grâce aux actions à droit de vote privilégié, avec 16 % du capital-actions, SWH dispose du contrôle absolu sur la société. Ainsi, en vendant seulement 16 % du capital-actions, la famille Burkard vend la société, sans avoir besoin de partager le produit de la vente avec les autres actionnaires. Or, c'est justement la situation que le législateur voulait éviter en introduisant le régime de l'offre obligatoire. Ce cas illustre également le fait qu'une participation majoritaire a économiquement plus de valeur qu'une action isolée et engendre plus de risques pour les majoritaires au moment de la vente, ce qui justifie le paiement d'une prime de contrôle (*cf. supra* III.).

Le cas Sika montre également très bien que les clauses adoptées avant la cotation sont tout aussi, voire plus, problématiques que celles adoptées après la cotation, puisqu'elles sont soustraites au contrôle de la COPA (*cf. supra* II.B.). Vu la réaction des minoritaires, l'argument selon lequel, en achetant leurs titres, les actionnaires renoncent volontairement et en toute connaissance à leur option de sortie (*cf. supra* II.B.4.) ne semble pas se vérifier.

Selon le législateur, la bourse se charge de punir les sociétés qui disposent d'une clause d'opting out⁹⁰. Tel serait en effet probablement le cas d'une société active sur les marchés internationaux qui adopterait une telle clause. Ainsi, il est fort à parier que si Rlichemont ou Roche adoptaient une clause d'opting out, dans un premier temps, leur valeur boursière en pâtirait. En revanche, rien ne semble corréler le fait que la bourse se charge à long terme de punir les sociétés qui ont une clause d'opting out dans leurs statuts⁹¹, d'autant plus qu'il n'est pas certains que les investisseurs étrangers comprennent la portée d'une telle clause, vu sa singularité au niveau international (*cf. supra* II.A.3.). Comme le montre le cas Sika, passé un certain moment, l'existence même d'un opting out ne joue plus de rôle sur la valeur du titre. Le choc est d'autant plus grand lorsque l'actionnaire majoritaire vend sa participation et que les actionnaires minoritaires se rendent compte qu'aucune offre ne va leur être présentée.

⁸² COPA, décision 598/01, 1.4.2015, dans l'affaire *Sika AG*, ch. 2.2.

⁸³ *Ibidem*.

⁸⁴ COPA, décision 598/01, 1.4.2015, dans l'affaire *Sika AG*, ch. 2.3.

⁸⁵ TAF, B-3119/2015, 27.8.2015, et FINMA, décision du 4 mai 2015 dans l'affaire *Sika*.

⁸⁶ A ce propos, voir THOMAS DAVID/ANDRE MACH/MARTIN LÜPOLD/GERHARD SCHNYDER, De la « Forteresse des Alpes » à la valeur actionnariale, histoire de la gouvernance d'entreprise suisse au XX^e siècle, Zurich 2015, 153 ss.

⁸⁷ *Ibidem*.

⁸⁸ ISABELLE CHABLOZ, Actionnaires dans les sociétés cotées : actions légales et gouvernance, Genève/Zurich/Bâle 2012, N 123 ss.

⁸⁹ TAF, B-3119/2015, 27.8.2015, c. 3.1.

⁹⁰ Message délits boursiers (n. 41), 6346.

⁹¹ Voir le blog posté le 2 février 2015 par EVGENY PLASKEN, Opting-out clause : does it still make sense in light of recent Sika transaction ?, Internet : <http://www.aasa.com/index.php/blog/post-02022015/> (consulté le 16.1.2018). Voir aussi, SCHENKER, Übernahmerecht (n. 59), 439.

Dans le cas Sika, les requérants ont argumenté que l'opting out a été introduit pour éviter aux actionnaires de contrôle de devoir présenter une offre pour des raisons indépendantes de leur volonté (*cf. supra* IV.B). Il n'est pas nécessaire d'adopter une clause d'opting out pour atteindre ce but. En effet, le législateur prévoit une série de dérogations à l'obligation de présenter une offre (art. 136 al. 1 LIMF et art. 40 ss OIMF-FINMA⁹²). Une telle dérogation sera notamment accordée lorsque le seuil n'est franchi que temporairement (art. 136 al. 1 lit. b LIMF) ou que les titres de participation sont acquis gratuitement (art. 136 al. 1 lit. d LIMF), voire à des fins d'assainissement (art. 136 al. 1 lit. 4 LIMF). Par conséquent, le risque est minime que les actionnaires de contrôle doivent présenter une offre, alors qu'ils n'ont pas volontairement dépassé le seuil déclenchant une offre obligatoire.

Les sociétés de famille suisses cotées sont des fleurons de l'économie (par exemple, Roche, Schindler, The Swatch Group) et il est compréhensible que le législateur les soutienne⁹³. Il ne doit cependant pas le faire au détriment des actionnaires minoritaires, au prétendu motif que ceux-ci renoncent volontairement à leur option de sortie.

V. Conclusions

Pour des motifs d'égalité de traitement et pour sauvegarder la bonne réputation de la place financière suisse, le législateur a aboli la prime de contrôle, quand bien même le paiement d'une prime à l'actionnaire de contrôle est justifié d'un point de vue économique. L'atteinte portée aux droits des actionnaires minoritaires par la clause d'opting out est beaucoup plus importante, puisqu'elle permet au majoritaire de toucher l'entier du prix de la vente de l'entreprise, en dispensant l'acquéreur de l'obligation de présenter une offre.

Dans tous les pays qui ont un droit des OPA et un système d'offre obligatoire, celle-ci est conçue comme un moyen de protection des actionnaires minoritaires. Tel est

malheureusement trop rarement le cas en droit suisse. En effet, dans près de la moitié des sociétés dominées par un actionnaire majoritaire, l'offre obligatoire ne s'applique pas, en raison de l'existence d'une clause d'opting out ou up. Si dans un premier temps, ces clauses furent le prix à payer pour l'adoption d'un régime d'offre obligatoire, il est temps de fermer le trou béant qu'elles constituent dans le filet de protection des actionnaires minoritaires. Le régime des exemptions offre en effet une flexibilité suffisante aux actionnaires de contrôle des sociétés cotées. Si l'on veut tenir compte des intérêts légitimes des actionnaires majoritaires, il y a lieu de réintroduire la possibilité de payer une prime de contrôle. La différence de prix devrait cependant reposer sur un critère matériel et économique (la détention d'une participation de contrôle et la valeur économique du contrôle) plutôt que temporel (avant ou après le lancement de l'offre).

Lors des discussions qui ont précédé l'introduction d'un régime d'offre obligatoire en droit suisse, un argument avancé contre son adoption était qu'elle prive l'actionnaire majoritaire de sa prime de contrôle (*cf. supra* II.A.1.). Avec l'abolition de la prime de contrôle, le législateur a effectivement privé les actionnaires de contrôle d'une prime légitime. Un autre argument était qu'elle renchérit la prise de contrôle des sociétés. La pratique montre que les clauses d'opting out et up sont surtout adoptées par les sociétés contrôlées par un actionnaire et non pas par celles dont l'actionnariat est dispersé (*cf. supra* II.A.2.). Dans ces dernières, tout actionnaire qui dépasse le seuil de 33 $\frac{1}{3}$ % des droits de vote doit faire une offre à l'ensemble des actionnaires à un prix minimum, ce qui renchérit effectivement la prise de contrôle. Avec le régime de l'opting out/up et l'abolition de la prime de contrôle, le législateur suisse a ainsi accentué les désavantages de l'offre obligatoire, tout en permettant de supprimer totalement la protection offerte aux minoritaires.

Actuellement, force est de constater que l'offre obligatoire doit, en Suisse, être considérée plutôt comme une entrave aux prises de contrôle que comme un véritable instrument de défense des minoritaires. Il est donc temps de supprimer les clauses d'opting out/up et de réintroduire une prime de contrôle.

⁹² Ordonnance du 3 décembre 2015 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 (Ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers, OIMF-FINMA ; RS 958.111).

⁹³ Sur la bonne performance des sociétés de famille, voir p.ex. DUSAN ISAKOV/JEAN-PHILIPPE WEISSKOPF, Are Founding Families Special Blockholders? An Investigation of Controlling Shareholder Influence on Firm Performance, *Journal of Banking and Finance* 2014, 1 ss.