

Rolf H. Weber | Walter A. Stoffel |  
Jean-Luc Chenaux | Rolf Sethe (Hrsg.)

# Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts

Festschrift für Hans Caspar von der Crone  
zum 60. Geburtstag

Rolf H. Weber | Walter A. Stoffel | Jean-Luc Chenaux |  
Rolf Sethe (Hrsg.)

# Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts

Festschrift für Hans Caspar von der Crone  
zum 60. Geburtstag

Schulthess § 2017

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2017  
ISBN 978-3-7255-7474-2

[www.schulthess.com](http://www.schulthess.com)

# Vorwort

Professor HANS CASPAR VON DER CRONE, Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, feiert am 18. Januar 2017 seinen 60. Geburtstag. Seine Freunde, Fachkollegen und Weggefährten freuen sich, ihm zu diesem besonderen Tag die vorliegende Festschrift überreichen zu können.

HANS CASPAR VON DER CRONE hat in Zürich die Volksschule und das Gymnasium (mit Abschluss Matura Typus B im Jahre 1976) besucht. Sein Studium der Rechtswissenschaft an der Universität Zürich schloss er sechs Jahre später mit dem Lizentiat ab. Während seiner Zeit als Assistent bei Professor MEIER-HAYOZ verfasste er seine Dissertation sowie das – heute noch als Standardwerk geltende – Lehrbuch «Wertpapierrecht» (in Co-Autorschaft mit ARTHUR MEIER-HAYOZ); im Jahre 1988 hat er dann den Doktor der Rechtswissenschaft an der Universität Zürich und ebenso das Zürcher Anwaltspatent erworben. Kurz nach Beginn der Anwaltstätigkeit in Zürich ist HANS CASPAR VON DER CRONE indessen an die Yale Law School, New Haven CT, gegangen, um erfolgreich einen Master of Laws (LL.M.) zu absolvieren. Nach der Rückkehr in die Schweiz hat er seine Anwaltskarriere fortgesetzt und gleichzeitig eine Habilitationsschrift zum Thema «Rahmenverträge» verfasst, aus welcher sein Interesse am Zusammenspiel von Ökonomie und Recht deutlich hervorgeht. Auf deren Abnahme an der Universität Zürich folgte die Ernennung zum Privatdozenten für Zivil-, Handels- und Kapitalmarktrecht im Jahre 1992.

Im Jahre 1995 berief die Universität Zürich HANS CASPAR VON DER CRONE zum Extraordinarius, hernach 1997 zum Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht. Seit gut 20 Jahren liegen seine hauptsächlichen Lehr- und Forschungsinteressen im Bereich des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts, doch hat er auch das Vertragsrecht regelmässig weiter betreut; didaktisch gute Lehre ist ihm immer ein grosses Anliegen gewesen. Kennzeichnend für ihn ist weiter die grosse Affinität zu den neuen Medien: Seine Internet-Kolloquien – jährlich angeboten sowohl im Obligationenrecht Allgemeiner Teil wie im Handels- und Wirtschaftsrecht – gehören zu den beliebtesten Veranstaltungen der Rechtswissenschaftlichen Fakultät; das von ihm ins Leben gerufene virtuelle Projekt «RechtEck» ([www.rechteck.uzh.ch](http://www.rechteck.uzh.ch)) ermöglicht sodann auch die von ihm stets gepflegte Zusammenarbeit mit der Romandie.

HANS CASPAR VON DER CRONE hat ebenso aktiv an der universitären Selbstverwaltung mitgewirkt: Als Mitglied der Universitätsleitung war er von 2002-2006 Prorektor Planung, von 2007-2008 Prorektor Rechts- und Wirtschaftswissenschaften. Sein Interesse an der Mitwirkung in rechtsgestaltenden Gremien zeigt sich auch darin, dass HANS CASPAR VON DER CRONE von 1999-2005 Präsident der Schweizerischen Übernahmekommission sowie 2009-2010 Mitglied der Expertenkommission des Schweizerischen Bundesrates zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen (Expertenkommission «too big to fail» bzw. «Systemically Important Financial Institutions») gewesen ist. Am erfolgreichen Aufbau des Universitären Forschungsschwerpunkts (UFSP) «Finanzmarktregulierung» (ab 2013) hat er massgeblich mitgewirkt; weiterhin ist er als Mitglied des Leitungsgremiums im UFSP engagiert.

Bereits seit 1993 trägt HANS CASPAR VON DER CRONE als Mitglied des Herausgeberkollegiums der Schweizerischen Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht (SZW) eine Mitverantwortung für die hohe wissenschaftliche Qualität dieser Zeitschrift; seit 2015 ist er nun Vorsitzender dieses Kollegiums. Grosse Bedeutung haben in diesem Kontext die seit 2002 sechsmal im Jahr erscheinenden Besprechungen wichtiger (Bundesgerichts-)Entscheide erlangt. Daneben ist HANS CASPAR VON DER CRONE weiterhin forensisch in der von ihm vor 20 Jahren gegründeten Anwaltskanzlei von der Crone Rechtsanwälte AG in Zürich aktiv und amtet darüber hinaus regelmässig als Schiedsrichter in nationalen und internationalen Verfahren.

Das wissenschaftliche Oeuvre von HANS CASPAR VON DER CRONE ist beeindruckend: Seine bevorzugten Tätigkeitsgebiete sind das Gesellschafts- und Firmenrecht, das Banken- und Kapitalmarktrecht, sowie das Vertragsrecht. Seine Schriften zeichnen sich durch wissenschaftliche Strenge, Offenheit gegenüber Neuem, dem Suchen nach überzeugenden Lösungen sowie grosse Praxisrelevanz aus.

Die Festschrift widerspiegelt diese breite wissenschaftliche Arbeiten des Jubilars: Schwerpunkte bilden das Gesellschaftsrecht und das Kapitalmarktrecht, doch fehlen auch die weiteren Rechtsgebiete nicht. Innerhalb der beiden Hauptteile ist die Festschrift nach Themen (z.B. Corporate Governance, Konzern, Verantwortlichkeit, Gesetzgebungsvorhaben) und von allgemeinen Überlegungen zu spezifischen Themenstellungen geordnet.

Über seine vielfältigen beruflichen Tätigkeiten hinaus zeigt sich der breite Horizont, über den HANS CASPAR VON DER CRONE verfügt, auch in seinen weiteren Interessen, neben der Freude am Reisen ins Ausland insbesondere in der Nähe zu kulturellen Ereignissen; die Stichworte Fotografie, Film und Theater sind ein Zeichen für seine diesbezüglichen Affinitäten.

Die Herausgeber hätten ohne mannigfaltige Unterstützung diese Festschrift nicht rechtzeitig erstellen können. OLIVIER BAUM hat das Projekt von Beginn weg bis zur Drucklegung umsichtig und mit grossem Einsatz betreut; bei der Organisation wurde er von FELIX BUFF, beim Lektorieren der Texte von LUCA ANGSTMANN und LINUS CATHOMAS unterstützt. Weiter hat BRIGITTE VON DER CRONE im Hintergrund wesentlich zur Realisierung des Projektes beigetragen. Zu Dank verpflichtet sind die Herausgeber auch dem Schulthess Verlag für die zuvorkommende und effiziente Zusammenarbeit.

Die Herausgeber und alle Mitwirkenden an der Festschrift wünschen HANS CASPAR VON DER CRONE von Herzen alles Gute für die kommenden Jahre. Die Freude an der weiteren Zusammenarbeit verbindet sich mit dem Wunsch, dass auch inskünftig weiterhin die privaten Interessen im Leben einen ausreichenden Platz einnehmen können.

ROLF H. WEBER

WALTER STOFFEL

JEAN-LUC CHENAUX

ROLF SETHE

# Inhaltsverzeichnis

## Teil I: Gesellschaftsrecht

### a) *Corporate Governance*

<b>From Profit to People and Planet: Rethinking the Purpose of the Corporation</b> .....	3
--	---

CHRISTINE KAUFMANN

Prof. Dr. iur., Ordinaria für Staats- und Verwaltungsrecht, Völker- und Europa-recht an der Universität Zürich

<b>Aktienrecht als «Lebenslüge» – Eine gesellschaftsrechtliche Medi-tation</b> .....	21
--	----

JEAN NICOLAS DRUEY

Prof. Dr. iur., em. Professor der Universität St. Gallen

<b>Le représentant de l’Etat au conseil d’administration</b> .....	39
--	----

JEAN-LUC CHENAUX

Prof. Dr. iur., Avocat, Professeur ordinaire à l’Université de Lausanne, Keller-hals Carrard, Lausanne

FRÉDÉRIC ROCHAT

Dr. iur., LL.M., Avocat, Kellerhals Carrard, Lausanne

<b>Corporate Governance in Sanierungsfällen – Der Einfluss der Gläubiger: Chancen und Risiken</b> .....	65
---	----

URS SCHENKER

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Titularprofessor für Handels- und Wirt-schaftsrecht an der Universität St. Gallen, Walder Wyss, Zürich

<b>Revisionsstelle und «Corporate Governance»</b> .....	91
---	----

URS BERTSCHINGER

Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, Ordinarius für Privat-, Handels- und Wirtschafts-recht an der Universität St. Gallen, Prager Dreifuss, Zürich

**Sonderuntersuchung statt Sonderprüfung – Hundertmetersprint  
statt Hürdenlauf?** ..... 111

RETO HEIZMANN

PD Dr. iur., Rechtsanwalt, Privatdozent für Privatrecht, Handels- und Wirtschaftsrecht sowie Europarecht an der Universität Zürich, Vizepräsident des Kantonsgerichts Schwyz

**Anfechtbarkeit und Nichtigkeit als Folgen mangelhafter General-  
versammlungsbeschlüsse** ..... 131

CLAIRE HUGUENIN

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwältin, Ordinaria für Privat-, Wirtschafts- und Europarecht an der Universität Zürich

BRUNO MAHLER

Stud. iur., Assistent am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich

**b) Konzernrecht**

**Informationsversorgung im Konzern – Rechtliche Rahmenbe-  
dingungen für den Austausch von Finanzinformationen zwischen  
Mutter- und Tochtergesellschaft** ..... 153

CHRISTOPH B. BÜHLER

Prof. Dr. iur., LL.M., Advokat, Titularprofessor für schweizerisches und internationales Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, böckli bühler partner, Basel

**«Anerkennung des Gruppeninteresses»: Initiativen der EU aus  
Schweizer Sicht** ..... 177

PETER BÖCKLI

Prof. Dr. iur., Advokat, em. Professor der Universität Basel, böckli bühler partner, Basel

**Unionskonzernrecht als *lex parsimoniae*** ..... 197

MARC AMSTUTZ

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Ordinarius für Handels und Wirtschaftsrecht an der Universität Freiburg i.Ue.

*c) Verantwortlichkeitsrecht*

**Rechtsfolgen einer mangelhaften Delegation von Geschäftsführungsaufgaben in einer Verantwortlichkeitsklage** ..... 221

PETER R. ISLER

Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Lehrbeauftragter für Gesellschafts- und Handelsrecht an der Universität Zürich, Niederer Kraft & Frey, Zürich

MIRJAM VÖGELI

Lic. iur., LL.M., Rechtsanwältin, Niederer Kraft & Frey, Zürich

**Wie weiter nach der Mündigkeit im Verantwortlichkeitsrecht?** ..... 239

WALTER A. STOFFEL

Prof. Dr. iur., LL.M., Ordinarius für Wirtschaftsrecht und internationales Privatrecht an der Universität Freiburg i.Ue.

**Ereignisse nach dem Bilanzstichtag** ..... 257

LUKAS GLANZMANN

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Titularprofessor für Wirtschaftsrecht an der Universität St. Gallen, Baker & McKenzie, Zürich

*d) Laufende und abgeschlossene Gesetzgebungsprojekte*

**Die «Lex Minder» – ein Schuss in den Ofen?** ..... 273

PETER FORSTMOSER

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, em. Professor für Privat-, Handels- und Kapitalmarktrecht an der Universität Zürich, Niederer Kraft & Frey, Zürich

**Genehmigung und Offenlegung der Vergütung von gekündigten Mitgliedern der Geschäftsleitung börsenkotierter Unternehmen** ..... 297

ROLF WATTER

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Titularprofessor für Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, Bär & Karrer, Zürich

KATJA ROTH PELLANDA

Dr. iur., LL.M., Rechtsanwältin, Head of Corporate Law bei Novartis International, Basel

**Regulierungsfolgenabschätzung am Beispiel der «grossen»  
Aktienrechtsreform** ..... 313

DIETER GERICKE

Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Homburger, Zürich

NATASSIA GILI

MLaw, Homburger, Zürich

**Irrungen und Wirrungen der geplanten Revision des Handelsre-  
gisterrechts** ..... 337

PETER JUNG

Prof. Dr. iur., Maître en droit, Ordinarius für Privatrecht an der Universität Basel

## **Teil II: Finanzmarktrecht**

### ***a) Finanzmarktregulierung***

**Banking Regulation and Financial Stability** ..... 359

KERN ALEXANDER

Prof. Dr. iur., Professor of Law and Finance at the University of Zurich

**Countercyclical Capital Buffers: A Regulatory Challenge** ..... 379

JEAN-CHARLES ROCHET

Prof. Ph.D., Professor of Banking at the University of Zurich

**Extraterritoriality in Financial Regulation** ..... 391

SUSAN EMMENEGGER

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwältin, Ordinaria für Privat- und Bankrecht an der Universität Bern

**Systemstabilität: Neue Herausforderungen durch die Digitalisie-  
rung der Geschäftsmodelle** ..... 405

ROLF H. WEBER

Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, em. Professor für Privat-, Wirtschafts- und Europa-  
recht an der Universität Zürich, Bratschi Wiederkehr & Buob, Zürich

<b>Technologie und Finanzmarktregulierung: Narrative von Interdependenz und Co-Evolution</b> .....	421
FRANCA CONTRATTO	
Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwältin, Assistenzprofessorin für Finanzmarktrecht an der Universität Zürich	
<b>Die internationale Durchsetzung von Insolvenzmassnahmen bei Banken – eine Bestandsaufnahme</b> .....	441
RETO SCHILTKNECHT	
Dr. iur., Rechtsanwalt, Lehrbeauftragter an der Universität St. Gallen, Leiter Internationales und Policy, Geschäftsbereich Recovery und Resolution, Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA	
DAVID BILLETER	
M.A. HSG, Rechtsanwalt, Specialist, Geschäftsbereich Recovery und Resolution, Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA	
<b>Servicegesellschaften – eine Antwort auf «Too-Big-To-Fail» bei Finanz- und Versicherungsgruppen?</b> .....	471
PETER CH. HSU	
Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Bär & Karrer, Zürich	
<b>Neues Prospektrecht gemäss E-FIDLEG: Schnittstellen – Gereimtes und Ungereimtes – Verpasste Chancen</b> .....	495
RENÉ BÖSCH	
Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Homburger, Zürich	
<b>Neupositionierung der Selbstregulierung der Börse im FinfraG</b> .....	515
RODOLFO STRAUB	
Lic. iur., Head SIX Exchange Regulation, SIX Swiss Exchange, Zürich	
<b>Versicherungsaufsicht im Fürstentum Liechtenstein</b> .....	525
ANTON K. SCHNYDER	
Prof. Dr. iur., LL.M., Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht, Internationales Privat- und Zivilverfahrensrecht und Rechtsvergleichung an der Universität Zürich, Ersatzrichter beim Obersten Gerichtshof des Fürstentums Liechtenstein	

***b) Zusammenspiel von Aufsichtsrecht & Privatrecht***

**Unternehmenskommunikation am Kapitalmarkt: Ein Balanceakt zwischen Reputation und Recht** ..... 535

DANIEL DAENIKER

Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Lehrbeauftragter an der Universität Zürich, Homburger, Zürich

**Privatrechtliche Haftung für die Verletzung aufsichtsrechtlicher Vorschriften** ..... 555

BENEDIKT MAURENBRECHER

Dr. iur., MBA, Rechtsanwalt, Homburger, Zürich

**Die Bestimmung der Angemessenheit und der Geeignetheit von Finanzdienstleistungen und Finanzinstrumenten** ..... 589

THORSTEN HENS

Prof. Dr. rer. oec., Ordinarius für Finanzmarktökonomie an der Universität Zürich

ROLF SETHE

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Ordinarius für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, Niederer Kraft & Frey, Zürich

**Haftung als Regulierungsinstrument im Finanzmarktrecht? – Am Beispiel der Ad-hoc-Publizität** ..... 619

DANIEL DEDEYAN

PD Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Privatdozent für Privat- und Wirtschaftsrecht, Rechtstheorie und Methodenlehre an der Universität Zürich, Walder Wyss, Zürich

**Der arme Bankaktionär** ..... 637

PETER NOBEL

Prof. Dr. rer. publ., Rechtsanwalt, em. Professor ad personam für schweizerisches und internationales Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, em. Professor für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität St. Gallen, Nobel & Hug Rechtsanwälte, Zürich

*c) Übernahmerecht*

**Put-up or Shut-up (PUSU) ..... 657**

RUDOLF TSCHÄNI

Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich

**Unwiderrufliche Andienungsverpflichtungen («Irrevocables») und  
Vertragsfreiheit ..... 671**

DANIEL M. HÄUSERMANN

PD Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Privatdozent für Privat- und Wirtschaftsrecht  
an der Universität St. Gallen, Homburger, Zürich

**De la compatibilité des OPA obligatoires avec des conditions rele-  
vant du droit de la concurrence ..... 687**

HENRY PETER

Prof. Dr. iur., LL.M., Professeur ordinaire à l'Université de Genève

PASCAL BOVEY

Lic. iur., LL.M., Avocat, conseiller juridique de la Commission des OPA

**Le *squeeze-out* d'actionnaires lors d'une fusion et d'une offre pu-  
blique d'acquisition ..... 707**

OLIVIER HARI

Prof. Dr. iur., Avocat, Chaire de droit des sociétés et de l'entreprise, Université  
de Neuchâtel, Of Counsel, Schellenberg Wittmer, Genève/Zürich

*d) Steuerfragen*

**Transfer und Auszahlung von potentiell fiskaldeliktischen Kunden-  
geldern – ein Update ..... 729**

CORINNE ZELLWEGER-GUTKNECHT

PD Dr. iur., Rechtsanwältin, Privatdozentin für Zivil- und Zivilverfahrensrecht,  
Finanzmarktrecht und Rechtsvergleichung an der Universität Zürich

**Unversteuerte Bankkundengelder – was tun?** ..... 743

URS ZULAUF

Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, Adjunct Professor Universität Genf und Cornell Law School, Head Client Tax Policy Credit Suisse Group, Zürich

URS ROHNER

Lic. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Chairman of the Board Credit Suisse Group, Zürich

ROMEO CERUTTI

Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, General Counsel Credit Suisse Group, Zürich

**Teil III: Weitere Rechtsgebiete**

**Zum Konsenserfordernis bei der *societas* – methodische Bemerkungen zu einem altbekannten Problem** ..... 767

ULRIKE BABUSIAUX

Prof. Dr. iur., Ordinaria für Römisches Recht, Privatrecht und Rechtsvergleichung an der Universität Zürich

**Der Kooperationsvertrag (*in a nutshell*)** ..... 785

FLORENT THOUVENIN

Prof. Dr. iur., Extraordinarius für Informations- und Kommunikationsrecht an der Universität Zürich

**Verabsolutierte Abstraktheit oder relativierte Kausalität? – Zur Rechtsnatur der Forderungsabtretung** ..... 807

HARALD BÄRTSCHI

Prof. Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Titularprofessor für Privat- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, Leiter der Fachstelle für Unternehmens- und Steuerrecht der ZHAW School of Management and Law, Winterthur, Bärtschi Rechtsanwälte, Wallisellen

**Fragen rund um die Beendigung von Vertriebsverträgen** ..... 827

PETER BRATSCHI

Dr. iur., Rechtsanwalt, Bratschi Wiederkehr & Buob, Zürich

PASCAL RÜEDI

Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt, Bratschi Wiederkehr & Buob, Zürich

***Mala futura, securitas* und «Spekulation»: Rechtskulturen des Risikos im historischen Wandel** ..... 845

ANDREAS THIER

Prof. Dr. iur., M.A., Ordinarius für Rechtsgeschichte, Kirchenrecht, Rechtstheorie und Privatrecht an der Universität Zürich

**Der «Nemo-tenetur-Grundsatz» im Strafverfahren gegen Unternehmen – insbesondere unter Berücksichtigung der Kombination von Verwaltungs- und Strafverfahren** ..... 863

ANDREAS DONATSCH

Prof. Dr. iur., Rechtsanwalt, Ordinarius für Strafrecht und Strafprozessrecht an der Universität Zürich

JASMINA SMOKVINA

Lic. iur., Rechtsanwältin, Assistentin am Rechtswissenschaftlichen Institut der Universität Zürich

**Six megatrends that shape the legal services industry – or remembering Andy Grove** ..... 879

PETER KURER

Dr. iur., LL.M., Partner bei der Private Equity Firma BLR und Verwaltungsratspräsident u.a. bei Sunrise

# Le *squeeze-out* d'actionnaires lors d'une fusion et d'une offre publique d'acquisition

OLIVIER HARI

I.	Introduction .....	707
II.	L'obligation de sortie en droit des fusions .....	708
1.	La règle: le principe de la continuité du sociétariat .....	708
2.	L'exception: la possibilité et l'obligation de sortie .....	709
a)	Principe .....	709
b)	Règles protectrices .....	710
aa)	Processus décisionnel .....	710
bb)	Egalité de traitement .....	713
cc)	Interdiction de l'abus de droit .....	714
dd)	Explication et justification juridique et économique .....	715
ee)	Voies de droit .....	716
III.	L'obligation de sortie en droit boursier .....	716
1.	Principe .....	716
2.	Règles protectrices .....	718
a)	Rôle de l'assemblée générale de la société cible .....	718
b)	Compétence judiciaire .....	719
c)	Légitimation active de l'offrant .....	722
d)	Egalité de traitement .....	723
3.	Le droit des fusions au secours du droit boursier .....	723
IV.	Conclusion .....	727

## I. Introduction

Le droit de la société anonyme est ainsi conçu que les actionnaires d'une société anonyme fondée et inscrite au registre du commerce, qui a donc acquis la personnalité morale, sont en quelque sorte liés entre eux *ad vitam aeternam*. Contrairement au droit de la société à responsabilité limitée par exemple, le droit de la société anonyme ne

connaît pas le principe légal du droit de sortie, pour justes motifs<sup>1</sup>, ni celui de l'exclusion de la société, pour justes motifs<sup>2</sup>.

Ce constat ne va pas sans poser parfois d'inextricables problèmes, menant parfois au blocage de la société lorsque les rapports de force sont équivalents, blocage qui ne peut être résolu que par des mécanismes judiciaires ou conventionnels. Judiciaires, par les mesures que peut prendre le juge en cas de carences dans l'organisation de la société<sup>3</sup> (si carence il y a), voire par la décision de dissolution<sup>4</sup> de la société qui peut être prise par un tribunal sur demande d'une minorité qualifiée d'actionnaires<sup>5</sup>. Conventionnels, si les fondateurs, respectivement les actionnaires ont été prévoyants, ou même visionnaires, et qu'ils avaient pris soin de conclure une convention d'actionnaires contenant des mécanismes de résolution de situations de blocage (*texas shoot out*, roulette russe, etc.).

Toutefois, dans certaines circonstances particulières, il est possible pour un actionnaire (majoritaire) d'éliminer un ou des actionnaires (minoritaire-s), contre leur volonté. C'est le cas en droit des fusions<sup>6</sup> et en droit boursier<sup>7</sup>, qui prévoient tous deux des mécanismes d'*exit* forcé imposé par une majorité qualifiée d'actionnaires (90% en droit des fusions et plus de 98% en droit boursier).

Le droit des fusions et le droit boursier, deux domaines de prédilection du Professeur HANS CASPAR VON DER CRONE, se rejoignent ici, d'abord de par le fait que tous deux prévoient un *exit* forcé à certaines conditions, mais également et surtout parce que le droit des fusions peut venir au secours de l'offrant qui n'est pas parvenu à acquérir plus de 98% des actions de la société cible, en lui permettant de fusionner la société cible dont il détient 90% à 98% du capital-actions (en tant que transférante) avec une société qu'il détient (reprenante), en contraignant au passage les actionnaires minoritaires de la société transférante à sortir.

## II. L'obligation de sortie en droit des fusions

### 1. La règle: le principe de la continuité du sociétariat

La LFus est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2004, soit relativement récemment à l'aune législative. Elle règle l'adaptation des structures juridiques, notamment des sociétés de

---

<sup>1</sup> Art. 822s. CO.

<sup>2</sup> Art. 823 ss CO.

<sup>3</sup> Art. 731b CO.

<sup>4</sup> ATF 136 III 278.

<sup>5</sup> Art. 736 ch. 4 CO.

<sup>6</sup> Art. 8 al. 2 LFus.

<sup>7</sup> Art. 137 LIMF.

capitaux, en particulier par voie de fusion et de scission<sup>8</sup>. Elle garantit la sécurité du droit et la transparence, tout en protégeant les créanciers, les travailleurs et les personnes disposant de participations minoritaires<sup>9</sup>.

Dans l'hypothèse d'une fusion, le principe de la continuité du sociétariat s'applique: les associés de la société transférante ont droit à des parts sociales ou à des droits de sociétariat de la société reprenante qui correspondent à leurs parts sociales ou droits de sociétariat antérieurs, compte tenu du patrimoine des sociétés qui fusionnent, de la répartition des droits de vote ainsi que de toutes les autres circonstances pertinentes<sup>10</sup>. Même les associés sans parts sociales ont droit à au moins une part sociale lors de la reprise de leur société par une société de capitaux<sup>11</sup>. Le même principe s'applique dans le contexte d'une scission<sup>12</sup>.

## 2. L'exception: la possibilité et l'obligation de sortie

### a) Principe

Le principe de la continuité du sociétariat souffre une double exception, notable et graduelle. Premièrement, les sociétés qui fusionnent peuvent prévoir dans le contrat de fusion que les associés peuvent choisir entre les parts sociales ou les droits de sociétariat et un dédommagement<sup>13</sup>. Deuxièmement, les sociétés qui fusionnent peuvent également prévoir dans le contrat de fusion que seul un dédommagement sera versé<sup>14</sup>. Autrement dit, dans le premier cas, les associés des sociétés participant à une opération de restructuration de type fusion ont le droit, mais pas l'obligation de sortir, alors que dans le second cas, le contrat de fusion prévoit une obligation de sortie: l'on parle alors de «fusion *squeeze-out*» (*Squeeze-out Merger, Abfindungsfusion*). Selon le Message LFus, «l'attribution d'un dédommagement au lieu de parts sociales ou de droits de sociétariat devrait en général être dans l'intérêt des associés minoritaires ou, du moins, ne pas leur porter préjudice»<sup>15</sup>.

La scission *squeeze-out* est quant à elle interdite: selon le Message LFus, «une scission a toujours lieu contre attribution de parts sociales ou de droits de sociétariat des sociétés reprenantes aux associés de la société transférante. Ceux-ci ne sauraient perdre leur

---

<sup>8</sup> Art. 1 al. 1 LFus.

<sup>9</sup> Art. 1 al. 2 LFus.

<sup>10</sup> Art. 7 al. 1 LFus.

<sup>11</sup> Art. 7 al. 3 LFus.

<sup>12</sup> Par renvoi de l'art. 31 al. 1 LFus à l'art. 7 LFus.

<sup>13</sup> Art. 8 al. 1 LFus.

<sup>14</sup> Art. 8 al. 2 LFus.

<sup>15</sup> Message concernant la loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine (Loi sur la fusion; LFus) du 13 juin 2000, FF 2000 4058 (abrégé le «Message LFus»).

qualité d'associé ou être exclus de la société transférante lors de la scission»<sup>16</sup>. Initialement cependant, l'avant-projet prévoyait une possibilité d'offrir un dédommagement dans le contexte d'une scission par dissociation, c'est-à-dire le transfert par un sujet (sujet transférant) d'une ou plusieurs parts de son patrimoine à un ou plusieurs autres sujets existants ou nouvellement constitués (sujets reprenants)<sup>17</sup>. La scission par dissociation n'a pas été reprise lors de l'adoption de la LFus: corollairement, la possibilité de dédommagement dans le contexte d'une scission, proposée simultanément dans l'avant-projet, n'a pas non plus été intégrée dans le nouveau droit. Ceci étant, la scission asymétrique permet *de facto* d'exclure des associés de certaines des sociétés subsistant après l'opération de restructuration<sup>18</sup>.

## b) Règles protectrices

### aa) *Processus décisionnel*

Les assemblées générales des sociétés participant à une opération de restructuration de type fusion sont compétentes pour approuver le contrat de fusion, c'est-à-dire pour décider d'une fusion<sup>19</sup>. Une décision de fusionner est réputée être acceptée pour autant que les deux tiers au moins des voix attribuées aux actions représentées à l'assemblée générale et la majorité absolue des valeurs nominales des actions représentées s'expriment en faveur de la fusion.

Dans l'hypothèse où le contrat de fusion soumis à l'approbation de l'assemblée générale prévoit une obligation de sortie, la protection des personnes disposant de participations minoritaires est assurée par l'exigence d'une majorité qualifiée aggravée: la décision de fusion doit alors «recueillir l'approbation de 90% au moins des associés de la société transférante qui disposent d'un droit de vote». La modalité du calcul des voix est controversée. Certains auteurs, minoritaires, estiment à cet égard qu'une comptabilité par tête doit être effectuée, indépendamment de la forme de la société; pour d'autres auteurs, majoritaires, les règles générales applicables en général pour chaque forme de société, lesquelles prévoient pour une société anonyme un double quorum, doivent continuer à s'appliquer<sup>20</sup>. Cette dernière opinion doit être approuvée: de par la loi, les actionnaires d'une société anonyme exercent leur droit de vote à l'assemblée générale proportionnellement à la valeur nominale de toutes les actions qui leur appar-

---

<sup>16</sup> FF 2000 4083. Cf. également l'art. 43 al. 2 LFus, qui ne renvoie pas à l'art. 18 al. 5 LFus.

<sup>17</sup> Rapport explicatif concernant l'avant-projet de loi fédérale sur la fusion, la scission et la transformation de sujets (loi sur la fusion) de novembre 1997, 43; <<https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/archiv/fusion/vn-ber-f.pdf>> (consulté le 11. avril 2016).

<sup>18</sup> HANS CASPAR VON DER CRONE/ANDREAS GERSBACH, La fusion et la scission: procédure et réalisation (dans une perspective pratique), RSDA 76 (2004), 192s.

<sup>19</sup> Art. 18 al. 1 LFus.

<sup>20</sup> BSK FusG–SCHLEIFFER, n°35 ss ad art. 18 qui répertorie tous les courants de doctrine.

tiennent<sup>21</sup>. En d'autres termes, le droit de vote est fonction des apports effectués par les actionnaires, l'émission d'actions à droit de vote privilégié étant réservée<sup>22</sup>. Il s'agit d'un principe cardinal et impératif du droit de la société anonyme, qui ne peut pas échapper qu'à être tempéré par une convention d'actionnaires.

Le Message LFus<sup>23</sup> confirme cette interprétation, lorsqu'il indique que «[c]ette exigence de majorité correspond à celle de l'art. 704 CO pour les décisions importantes». Il y a donc lieu de considérer que l'art. 18 al. 1 LFus et l'art. 18 al. 5 LFus ne constituent que des cas particuliers de décisions importantes au sens de l'art. 704 CO, les autres règles du droit de la société anonyme applicables en matière de droit de vote demeurant identiques pour le surplus. Par voie de conséquence, ce n'est pas à un décompte par tête qu'il faut procéder, mais bien à un calcul des majorités selon les règles usuelles applicables dans le droit de la société anonyme.

Une question supplémentaire en lien avec la formulation de la disposition précitée concerne la prise en compte, ou non, des actions non présentes et non représentées lors de l'assemblée générale. Formulée autrement, la question est la suivante: pour qu'une fusion *squeeze-out* puisse être considérée comme acceptée, faut-il recueillir le consentement du 90% des voix attribuées à toutes les actions émises, ou suffit-il d'obtenir l'approbation de 90% des voix attribuées aux actions présentes ou représentées? Ici aussi, des avis de doctrine divergents s'expriment. Pour certains auteurs, la totalité des actions émises doit être prise en compte; pour d'autres en revanche, seules les actions présentes ou représentées doivent être comptabilisées<sup>24</sup>.

Le Message LFus précise ici que «[l]'avant-projet de loi sur la fusion prévoyait dans ce cas l'approbation de l'ensemble des associés. Cette exigence de majorité a été abaissée afin de satisfaire aux objections soulevées dans le cadre de la procédure de consultation»<sup>25</sup>. Le rapport explicatif relatif à l'avant-projet de loi sur la fusion mentionne effectivement que si le contrat de fusion renonce à attribuer des parts sociales ou des droits de sociétariat aux associés du sujet transférant, et prévoit que seul un dédommagement leur sera offert (art. 8 al. 2), il doit recueillir l'approbation de l'ensemble des associés du sujet transférant. L'unanimité voulue était celle des associés du sujet transférant, et non pas des associés dont les actions étaient présentes ou représentées. L'examen et l'interprétation des travaux préparatoires conduit donc à considérer que le consentement de 90% des voix attribuées à toutes les actions émises – et pas seulement présentes ou représentées à l'assemblée générale – doit être recueilli pour qu'une fu-

---

<sup>21</sup> Art. 692 CO.

<sup>22</sup> Art. 693 CO.

<sup>23</sup> FF 2000 4071.

<sup>24</sup> VON DER CRONE ET AL., *www.fusg.ch*, 2<sup>ème</sup> éd., § 474, <[http://www.fusg.ch/?#B\\_4\\_2](http://www.fusg.ch/?#B_4_2)>; BSK FusG–SCHLEIFFER, n° 37a ad art. 18 et les références citées.

<sup>25</sup> FF 2000 4073.

sion *squeeze-out* soit considérée comme ayant été acceptée, déduction faite des actions propres détenues par la société et de toutes actions ne conférant pas de droit de vote<sup>26</sup>.

Une question résiduelle subsiste. La détermination du droit de vote proportionnellement au nombre d'actions s'applique-t-elle dans le contexte d'une fusion *squeeze-out*, ou le privilège doit-il être supprimé dans un tel cas de figure, au regard de l'importance de la décision? Car, dans le droit de la société anonyme, la détermination du droit de vote proportionnellement au nombre d'actions, et non à leur valeur nominale, ne s'applique exceptionnellement pas dans certains cas: lorsqu'il s'agit de désigner l'organe de révision, de désigner les experts chargés de vérifier tout ou partie de la gestion, de décider l'institution d'un contrôle spécial, ou encore de décider l'ouverture d'une action en responsabilité<sup>27</sup>. Il faut comprendre cette liste comme un minimum légal exhaustif, les statuts pouvant cependant prévoir d'autres cas dans lesquels le droit de vote proportionnel au nombre d'actions et non à la valeur nominale des actions ne s'applique pas.

Il convient de répondre par la négative à la question, pour deux raisons. Premièrement, la décision de l'assemblée générale relative à l'acceptation du contrat de fusion constitue ni plus ni moins qu'une décision importante<sup>28</sup>. Le législateur a prévu ici une règle particulière, en ce sens que, comme toute décision importante, le contrat de fusion est réputé être accepté si (a) 90% au moins des voix attribuées aux actions représentées à l'assemblée générale et (b) la majorité absolue des valeurs nominales des actions représentées se sont prononcés positivement. Le législateur a donc instauré une double majorité, qui minimise déjà le poids des éventuelles actions à droit de vote privilégié qui auraient été émises. Par conséquent, il n'est pas nécessaire de restreindre davantage encore l'effet du droit de vote des actionnaires détenant des actions à droit de vote privilégié. Deuxièmement, il convient de considérer la liste contenue par l'art. 693 al. 3 CO comme une liste exhaustive; partant, vu le silence de la LFus, et l'absence de renvoi de la LFus à cette disposition, il faut considérer que les actions auxquelles sont attachés des privilèges en matière de droit de vote conservent leur poids particulier, tempéré cependant par la règle de la double majorité précitée applicable aux décisions importantes.

---

<sup>26</sup> ANDREAS VON PLANTA/DELPHINE ZARB, Le dédommagement des actionnaires minoritaires: nouvelle forme de *squeeze out*, RSDA 76 (2004), 205.

<sup>27</sup> Art. 693 al. 3 CO.

<sup>28</sup> Art. 704 CO, à lire avec l'art. 18 al. 1 LFus; cf. supra, p. 703 et la note de bas de page 23.

*bb) Egalité de traitement*

L'un des buts de la LFus est la protection des personnes disposant de participations minoritaires<sup>29</sup>. A première vue, le dédommagement obligatoire et la protection des actionnaires minoritaires censée être assurée par la LFus sont antinomiques, voire inconciliables. Tel n'est cependant pas le cas, si et dans la mesure où le processus menant au dédommagement obligatoire respecte certains principes, à savoir l'égalité de traitement et l'interdiction de l'abus de droit.

L'égalité de traitement constitue un principe général du droit de la société anonyme: les membres du conseil d'administration doivent traiter de la même manière les actionnaires qui se trouvent dans la même situation<sup>30</sup>. Selon le Tribunal fédéral, il s'agit d'une égalité de traitement relative, et non pas absolue<sup>31</sup>: le principe d'égalité de traitement interdit au conseil d'administration de donner davantage de poids aux intérêts personnels d'actionnaires par rapport à celui d'autres actionnaires auxquels les premiers s'opposeraient, pour autant qu'une pondération différenciée ne soit pas requise en vue de la poursuite par la société de son but. Le principe d'égalité de traitement ne s'applique pas directement à l'actionnaire, et en particulier pas au majoritaire, mais à l'assemblée générale en tant qu'organe<sup>32</sup>: une décision de l'assemblée générale qui entraînerait pour les actionnaires une inégalité de traitement ou un préjudice non justifiés par le but de la société serait ainsi annulable<sup>33</sup>.

La compétence pour conclure le contrat de fusion est attribuée de par la loi aux organes supérieurs de direction ou d'administration des sociétés qui fusionnent – c'est-à-dire le conseil d'administration d'une société anonyme, sujet reprenant ou transférant dans une fusion<sup>34</sup>. Par conséquent, le principe d'égalité de traitement s'applique aussi dans le cadre d'une fusion, et doit être respecté par le conseil d'administration agissant en tant que représentant d'un sujet reprenant ou transférant dans une fusion. Or, si la compétence intransmissible et inaliénable pour conclure un contrat de fusion appartient bien au conseil d'administration, la compétence intransmissible et inaliénable pour approuver le contrat de fusion est attribuée quant à elle aux assemblées générales des sujets reprenant et transférant participant à la fusion<sup>35</sup>. L'on pourrait donc craindre que le principe d'égalité de traitement, par hypothèse correctement respecté et appliqué par le conseil d'administration, soit mis à néant par une décision de l'assemblée générale, imposée par un actionnaire majoritaire.

---

<sup>29</sup> Art. 1 al. 2 LFus.

<sup>30</sup> Art. 717 al. 2 CO.

<sup>31</sup> TF, arrêt 4C.242/2001 du 5 mars 2003, consid 3.1 et 3.3.

<sup>32</sup> PETER BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, 4<sup>ème</sup> éd., Zurich/Bâle/Genève 2009, § 13 n° 661.

<sup>33</sup> TF, arrêt 4C.242/2001 du 5 mars 2003, consid 3.1; art. 706 al. 2 ch. 3 CO.

<sup>34</sup> Art. 12 al. 1 LFus.

<sup>35</sup> Art. 18 al. 1 LFus.

Il n'en est cependant rien. En effet, la compétence attribuée à l'assemblée générale est uniquement celle d'approuver ou de rejeter le contrat de fusion, en bloc, sans que les assemblées générales des sujets reprenant et transférant ne puissent modifier le contrat de fusion<sup>36</sup>. D'ailleurs, au moment où les assemblées générales se réunissent et prennent leur décision, le contrat de fusion aura été déjà signé par les organes supérieurs de direction ou d'administration des sociétés qui fusionnent, le contrat prévoyant pour le surplus une réserve sous forme de condition suspensive liée aux décisions prises par les assemblées générales.

Quoi qu'il en soit, le législateur a consacré avec l'introduction de l'art. 8 al. 2 LFus une exception au principe d'égalité de traitement, qui autorise expressément le conseil d'administration à prévoir dans le contrat de fusion un dédommagement obligatoire en lieu et place de parts sociales pour certains actionnaires, par définition minoritaires au regard de la majorité de 90% des actions émises requise. Pour autant, cela ne signifie pas que le principe d'égalité de traitement est ici purement et simplement supprimé. Il est relativisé, en ce sens que l'assemblée générale du sujet transférant peut se voir proposer un contrat de fusion *squeeze-out*, charge à celle-ci de l'accepter – ou de le refuser – et d'imposer à un minoritaire sa décision.

Mais là où l'égalité de traitement reprend toute sa signification, et de relative redevient absolue, c'est lorsque l'actionnariat minoritaire n'est pas en mains d'une seule et même personne, mais de plusieurs, et que l'on parle de minoritaires (au pluriel), et non plus de minoritaire (au singulier). Dans ce cas, les actionnaires minoritaires, qui se trouvent donc dans une situation juridique identique, doivent être traités de façon identique par le conseil d'administration: concrètement, dans le contexte d'une fusion *squeeze-out*, le principe d'égalité de traitement a pour effet que (1) tous les actionnaires minoritaires de la société transférante doivent se voir imposer un dédommagement obligatoire, (2) dont le montant est identique pour tous. L'on voit en effet assez mal en quoi l'élimination de certains actionnaires minoritaires de la société transférante, mais pas de tous, pourrait être justifiée par le but de la société transférante<sup>37</sup>.

*cc) Interdiction de l'abus de droit*

Parallèlement à l'obligation de respecter le principe d'égalité de traitement, l'interdiction de l'abus de droit s'applique aussi dans le cadre d'une fusion *squeeze-out*<sup>38</sup>. Pourrait en particulier s'avérer constitutif d'un abus de droit le fait pour l'actionnaire majoritaire ne détenant pas 90% du capital-actions de se faire céder, respectivement de

---

<sup>36</sup> BSK FusG-SCHLEIFFER, n° 10 ad art. 18 et les références citées.

<sup>37</sup> Cf. supra, p. 713.

<sup>38</sup> VD, Cour d'appel civile, arrêt HC/2013/379 du 31 mai 2013, consid 3.3.2.1.

détenir des actions, par exemple à titre fiduciaire, dans le seul but d'augmenter sa participation à 90% pour éliminer des actionnaires minoritaires<sup>39</sup>.

*dd) Explication et justification juridique et économique*

De par la loi, la fusion doit être expliquée et justifiée du point de vue juridique et économique dans un rapport de fusion établi par les organes supérieurs de direction ou d'administration des sociétés qui fusionnent<sup>40</sup>; doivent en particulier faire l'objet de développements le but et les conséquences de la fusion<sup>41</sup>, ainsi que le montant du dédommagement et les raisons pour lesquelles seul un dédommagement est attribué au lieu de parts sociales ou de droits de sociétariat<sup>42</sup>. Cette exigence légale disparaît notamment lorsque la société reprenante détient au moins 90% des parts sociales conférant droit de vote de la société de capitaux transférante, pour autant que «les titulaires de parts minoritaires se voient offrir, outre des parts sociales de la société de capitaux reprenante, un dédommagement au sens de l'art. 8 qui correspond à la valeur réelle des parts sociales»<sup>43</sup>. En d'autres termes, pour que le rapport de fusion devienne optionnel, il est nécessaire que les actionnaires minoritaires aient le choix entre des parts sociales ou un dédommagement, ce qui n'est précisément pas le cas dans le cadre d'une fusion *squeeze-out*; par voie de conséquence, une fusion *squeeze-out* doit être expliquée et justifiée.

Dans le contexte d'une fusion *squeeze-out*, doivent en particulier être expliqués et justifiés d'un point de vue juridique et économique le but et les conséquences de la fusion (let. a), ainsi que le montant du dédommagement et les raisons pour lesquelles seul un dédommagement est attribué au lieu de parts sociales ou de droits de sociétariat (let. d). Au titre des justifications économiques, l'on mentionnera en particulier le montant du dédommagement offert aux actionnaires minoritaires. Ce dernier doit faire l'objet d'explications particulièrement détaillées afin que les actionnaires censés perdre cette qualité *post* fusion soient à même de déterminer s'il représente un montant approprié, par rapport à la valeur réelle de leurs parts *ante* fusion et celle qui aurait été la leur *post* fusion. Une justification économique de la fusion en tant que telle devrait également être donnée, cette information étant toutefois surtout pertinente pour l'actionnaire majoritaire. La justification juridique relative à une fusion *squeeze-out* peut être relativement sommaire: le dédommagement obligatoire peut être imposé par une majorité qua-

---

<sup>39</sup> EDGAR PHILIPPIN, Le dédommagement obligatoire dans la loi sur la fusion, GesKR 2008, 331ss (337s et les références citées en note de bas de page 90); Cf. également infra, p. 715 et la note de bas de page 84.

<sup>40</sup> Art. 14 al. 3 LFus.

<sup>41</sup> Art. 14 al. 3, let. a LFus.

<sup>42</sup> Art. 14 al. 3, let. d LFus.

<sup>43</sup> Art. 23 al. 2, let. a LFus.

lifiée d'actionnaires majoritaires de la société transférante (90%) à une minorité qualifiée d'actionnaires de la société transférante<sup>44</sup>.

*ee) Voies de droit*

Hors cas de nullité ou d'annulation fondés sur les art. 706 ss CO, l'inégalité de traitement, l'abus de droit ou encore l'absence de justification peuvent potentiellement conduire à l'annulation d'une décision de fusion fondée sur l'art. 106 LFus<sup>45</sup>. Le montant du dédommagement peut quant à lui être revu judiciairement sans remise en question de la décision de fusion *squeeze-out* en tant que telle<sup>46</sup>.

### III. L'obligation de sortie en droit boursier

#### 1. Principe

Le droit boursier vise notamment à assurer le bon fonctionnement et la transparence des marchés des valeurs mobilières et des dérivés de même que la stabilité du système financier, la protection des participants aux marchés financiers et l'égalité de traitement des investisseurs<sup>47</sup>.

Selon le Message LBVM<sup>48</sup>, «l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition vise à protéger les actionnaires minoritaires lorsque les rapports de domination se modifient au sein de la société. Elle garantit la transparence desdits rapports, en informant les actionnaires du changement de contrôle, de l'identité du nouvel acquéreur et de ses projets pour la société. Elle leur donne l'occasion de se défaire de leurs titres à un prix comparable à celui payé par l'offrant pour les actions dont l'acquisition lui a permis d'obtenir une position dominante et contribue ainsi à la sauvegarde du principe de l'égalité de traitement entre tous les actionnaires de la société visée»<sup>49</sup>. L'actionnaire investisseur est ainsi dans une certaine mesure protégé contre une rupture de la continuité de

---

<sup>44</sup> VD, Cour d'appel civile, arrêt HC/2013/379 du 31 mai 2013, consid 3.3.2.1: «Le système de la loi, fondé sur un critère mathématique, a pour conséquence qu'une fusion dédommagement n'exige pas de justification particulière, économique ou autre (VISCHER/GNOS, p. 408)».

<sup>45</sup> BSK FUSG-WOLF, n°13 ad art. 23.

<sup>46</sup> Art. 105 LFus.

<sup>47</sup> Art. 1 al. 2 LIMF.

<sup>48</sup> Message du Conseil fédéral du 24 février 1993 concernant la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, FF 1993 I 1269 ss (cité: Message LBVM). Le siège de la matière a toutefois été déplacé avec l'entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2016 (RO 2015 5339) de la loi fédérale sur l'infrastructure des marchés financiers du 15 juin 2015 (LIMF, RS 958.1).

<sup>49</sup> Message LBVM, 1289 et 1316-1318. Cf. également l'ATF 130 II 530, consid 5.3.1 dans la cause 2A.343/2003 (Quadrant AG), ainsi que l'arrêt rendu par le Tribunal fédéral le 2 juillet 2011 dans la cause 2A.394/2000 (Baumgartner Papiers Holding SA), consid 3b.

l'actionnariat; si l'actionnaire majoritaire dominant change, l'actionnaire investisseur minoritaire doit pouvoir sortir de la société.

Une offre publique d'acquisition peut être volontaire, ou obligatoire.

Une offre publique d'acquisition est obligatoire pour celui qui, 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<sup>50</sup>. Le seuil de 33⅓% n'est cependant que partiellement impératif; il peut être statutairement augmenté jusqu'à 49% des droits de vote (*Opting-up*), abaissé en cours de vie sociale de 49% à 33⅓% (*Opting-down*), totalement supprimé (*Opting-out*), en ce sens que les actionnaires acquérant des positions de contrôle ne sont plus soumis à une obligation de faire une offre, ou réinstauré en cours de vie sociale (*Opting-in*)<sup>51</sup>.

Les offres volontaires sont réparties en deux catégories<sup>52</sup>:

- Les offres volontaires pures (*reine Freiwillige Angebote*): les statuts de la société cible prévoient une clause d'*Opting-out*, ou l'offrant ne souhaite acquérir qu'une partie des titres de la société cotée (offre partielle).
- Les offres volontaires permettant la prise de contrôle (*Kontrollwechsel-Angebote*): l'offre, initialement volontaire, permet à l'offrant de dépasser le seuil de contrôle légal ou statutaire.

L'offre obligatoire a pour objectif principal le *Going Private* et l'intégration de la société dans un groupe, respectivement sa fusion par absorption par une autre société. C'est pour permettre à un offrant de parvenir à cet objectif<sup>53</sup> que la possibilité de faire annuler judiciairement les titres non acquis dans le cadre d'une offre publique d'acquisition a été prévue, pour autant que l'offrant détienne une majorité qualifiée des droits de vote de la société cible. Plus précisément, l'offrant qui détient, à l'expiration de l'offre, plus de 98% des droits de vote de la société visée, peut, dans un délai de trois mois, demander au tribunal d'annuler les titres de participation restants. A cet effet, il doit intenter une action contre la société. Les autres actionnaires peuvent participer à la procédure<sup>54</sup>. Dans l'hypothèse où le tribunal fait droit à la demande de l'offrant, la

---

<sup>50</sup> Art. 135 al. 1 LIMF.

<sup>51</sup> BSK BEHG-HOFSTETTER/SCHILTER-HEUBERGER, n° 58 ss ad art. 32.

<sup>52</sup> RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/JACQUES IFFLAND/TINO GABERTHÜEL, *Öffentliche Kaufangebote*, 3<sup>ème</sup> éd., Zurich 2014; Trois selon HENRY PETER/PASCAL BOVEY, *Droit suisse des OPA*, Berne 2013, § 484, qui subdivisent la seconde catégorie en «offres volontaires de prise de contrôle» et «offres volontaires qui se transforment en offre obligatoire en cours d'offre».

<sup>53</sup> JEAN NICOLAS DRUEY/EVA DRUEY JUST/LUKAS GLANZMANN, *Gesellschafts- und Handelsrecht*, begr. von Theo Guhl, 11<sup>ème</sup> éd., Zurich 2015, § 67.

<sup>54</sup> Art. 137 al. 1 LIMF.

société émet à nouveau ces titres de participation et les remet à l'offrant, contre paiement du montant de l'offre ou exécution de l'offre d'échange en faveur des propriétaires des titres de participation annulés.

Dans la mesure où l'annulation des titres constitue une forme d'expropriation, le législateur a instauré un corpus de règles protectrices destiné à éviter des abus.

## 2. Règles protectrices

Les principes de transparence, d'égalité de traitement et d'équité s'appliquent lors d'une offre publique d'acquisition<sup>55</sup>.

Cependant, alors que le droit des fusions consacre le principe de continuité du sociétariat, le droit des offres publiques d'acquisition met en œuvre et garantit le principe inverse, à savoir non pas l'obligation, mais le droit de sortir de la société en cas de changement d'actionnaire majoritaire, consécutif à l'acquisition d'une majorité de contrôle qualifiée. Le *corpus* de règles protectrices adoptées par le législateur tend donc à protéger les actionnaires minoritaires, par définition sortants, en déterminant les modalités obligatoires s'appliquant à cette sortie.

### a) Rôle de l'assemblée générale de la société cible

L'acceptation d'une offre publique d'acquisition relève avant tout de l'autonomie privée des actionnaires de la société cible, libres ou non d'accepter l'offre de rachat de leurs titres qui leur est faite par l'offrant, dans le délai fixé par lui. En certaines circonstances toutefois, l'assemblée générale des actionnaires peut être amenée à prendre certaines décisions en lien avec une offre publique d'acquisition, future ou actuelle.

L'assemblée générale peut en premier lieu être amenée à se prononcer sur l'introduction dans les statuts d'une clause d'*Opting-out*. En l'état actuel de la jurisprudence de la Commission des OPA, une clause d'*Opting-out* peut valablement être introduite dans les statuts d'une société en cours de vie sociale pour permettre à un actionnaire majoritaire<sup>56</sup> d'être dispensé de procéder à une offre (obligatoire d'acquisition), mais uniquement si l'introduction de cette clause est acceptée par les actionnaires minoritaires qui ne bénéficient pas de la clause d'*Opting-out*. Faisant sienne la théorie relative à la présomption de bien-fondé (*Richtigkeitsvermutung*) développée par le Professeur

---

<sup>55</sup> HANS CASPAR VON DER CRONE, *Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit*, in: Commission des OPA (édit.), *Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis*, 2005, 1 ss.

<sup>56</sup> Au sens du droit boursier. Il s'agit donc finalement d'une sorte de majorité relative.

VON DER CRONE<sup>57</sup>, la Commission des OPA est désormais d'avis que si le vote de l'assemblée générale pris dans sa globalité ainsi que celui pris séparément des actionnaires dits minoritaires est favorable à l'adoption de la clause d'*Opting-out*, l'on peut présumer que la clause d'*Opting-out* ne cause pas aux actionnaires un préjudice au sens de l'art. 706 CO et que la clause est donc valable<sup>58</sup>. Une clause d'*Opting-out* empêche en définitive les actionnaires minoritaires de sortir en cas de modification de l'actionnariat de contrôle.

L'assemblée générale peut également être amenée à prendre des décisions relatives à d'éventuelles mesures de défense<sup>59</sup>, voire à se prononcer sur l'offre si les statuts le prévoient.

Il ne revient cependant pas à l'assemblée générale de la société cible de décider de l'exclusion des actionnaires minoritaires subsistants. L'*exit* forcé prévu par le droit boursier peut uniquement être exercé par l'offrant détenant une majorité qualifiée d'actions<sup>60</sup>. L'annulation des titres restants a lieu dans le cadre d'une procédure judiciaire.

## b) Compétence judiciaire

L'annulation doit être requise du tribunal du siège de la société<sup>61</sup>; toute convention contraire serait nulle<sup>62</sup>. L'offrant doit agir dans un délai de trois mois commençant à courir à l'expiration de l'offre<sup>63</sup>; il faut partir du principe que le délai, de déchéance, de trois mois commence à courir à l'échéance du délai supplémentaire<sup>64</sup>, voire à l'échéance du délai reporté<sup>65</sup>. L'on peut même légitimement se demander s'il ne faudrait pas considérer que le délai commence à courir au jour de la clôture de la procédure, après l'exécution de la transaction; ce n'est en effet qu'à cet instant-là qu'il devient réellement possible de calculer avec précision le pourcentage réel de la participation de l'offrant.

---

<sup>57</sup> HANS CASPAR VON DER CRONE, Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften, ZBJV 133 (1997), 83 ss.

<sup>58</sup> Décision de la Commission des OPA 518/01 du 11 octobre 2012 dans l'affaire Advanced Digital Broadcast Holdings SA, consid 12. Cf. également OLIVIER BAUM/HANS CASPAR VON DER CRONE, Selektives Opting out und Transaktionsvereinbarung, Verfügung 600/01 der Übernahmekommission (UEK) vom 22. April 2015 in Sachen Kaba Holding AG: Gültigkeit Opting out und Abwehrmassnahme, RSDA 87 (2015), 419 ss.

<sup>59</sup> Art. 132 al. 2 et 3 LIMF; art. 35 à 37 OOPA.

<sup>60</sup> Art. 137 LIMF.

<sup>61</sup> Art. 137 al. 1, deuxième phrase, LIMF.

<sup>62</sup> Cf. également l'art. 43 al. 1 CPC.

<sup>63</sup> Art. 137 al. 1, première phrase, LIMF.

<sup>64</sup> Art. 14 al. 6, première phrase, OOPA.

<sup>65</sup> Art. 14 al. 6, seconde phrase, OOPA.

L'action est formellement dirigée contre la société. Si l'offrant intente une action contre la société afin de faire annuler les titres de participation restants, le tribunal porte ce fait à la connaissance du public et informe les autres actionnaires qu'ils peuvent participer à la procédure. Il fixe à cet effet un délai de trois mois au minimum. Le délai court à compter du jour de la première publication<sup>66</sup>. La publication est faite trois fois dans la Feuille officielle suisse du commerce et des journaux économiques (NZZ)<sup>67</sup>. De par la loi, les actionnaires minoritaires, dont les titres risquent d'être annulés, ont le droit de participer à la procédure d'annulation, et sont libres d'agir indépendamment de la société défenderesse<sup>68</sup>.

La loi ne précise pas si le procès est conduit en procédure sommaire ou ordinaire. Les caractéristiques de la procédure sommaire, ainsi que les spécificités de l'action et la terminologie employée permettent d'arriver à la conclusion que la procédure ordinaire s'applique<sup>69</sup>:

- Le Code de procédure civile ne prévoit pas expressément que l'annulation des titres de participation restants au sens de l'art. 137 LIMF est soumise à la procédure sommaire. Seule l'annulation de papiers-valeurs au sens de l'art. 981 CO est soumis *expressis verbis* à la procédure sommaire<sup>70</sup>.
- En procédure sommaire, la preuve doit être apportée par titre, sauf si l'administration d'autres moyens de preuve ne retarde pas sensiblement la procédure<sup>71</sup> ou si le but de la procédure l'exige<sup>72</sup>. Or, dans le contexte d'une offre publique d'acquisition, l'apport par l'offrant de la preuve de sa qualité de détenteur de droits de participation à hauteur de plus de 98% ne pourra pas toujours être apportée par titre. En particulier, des questions de droit matériel sont susceptibles d'être soulevées s'agissant de la notion de détention indirecte, ou d'un commun accord par exemple, ou encore de détermination des actions dont le droit de vote est suspendu.
- L'analogie avec l'annulation de papiers-valeurs perdus ou volés<sup>73</sup> n'est pas entièrement satisfaisante; les intérêts en présence ne sont en effet pas comparables.

---

<sup>66</sup> Art. 121 al. 1 OIMF.

<sup>67</sup> Art. 121 al. 2 OIMF.

<sup>68</sup> Art. 137 al. 1, 3<sup>ème</sup> phrase, LIMF et art. 121 al. 3 OIMF.

<sup>69</sup> Voir également un arrêt ancien rendu par ZH HGer, arrêt du 5 mars 1998 n° 33 = SJZ 94/1998, 190; BSK BEHG-RAMPINI/REITER, n°27 ad art. 33; ROLF H. WEBER, Börsenrecht Kommentar Börsengesetz (BEHG) mit weiteren Erlassen, 2<sup>ème</sup> éd., 2013, n° 10 ad art. 33; PETER V. KUNZ, Einige Aspekte zur Kraftloserklärungsklage, RSDA 71 (1999), 181 ss (189).

<sup>70</sup> Art. 254 al. 2, let. a CPC.

<sup>71</sup> Art. 254 al. 2, let. a CPC.

<sup>72</sup> Art. 254 al. 2, let. b CPC.

<sup>73</sup> Art. 250 let. d ch. 1 CPC.

Dans le premier cas, des papiers-valeurs sont annulés, après sommation, et réémis en faveur de la partie requérante. Dans le second cas, les titres de participation restants sont annulés moyennant paiement d'une indemnité à leurs ayants-droits, puis de nouveaux titres sont réémis en remplacement, en faveur d'une autre personne, à savoir l'offrant. Il n'est pas exclu que le montant octroyé aux actionnaires minoritaires dont les titres sont annulés soit par ailleurs revu judiciairement dans la procédure d'annulation des titres restants<sup>74</sup>, avec pour conséquence l'ouverture nécessaire d'une procédure probatoire potentiellement longue et très technique portant sur l'évaluation de la valeur des actions et le caractère erroné de la *fairness opinion*.

- Dans la mesure où l'action en annulation des titres restants relève de la compétence d'une juridiction statuant en instance cantonale unique, la procédure de conciliation n'a pas lieu<sup>75</sup>. Elle serait d'ailleurs inutile. Car, si dans la procédure d'annulation des titres restants l'action doit en effet être dirigée contre la société, la société n'a en réalité aucun intérêt, ou très peu, à l'issue de la procédure; il faut seulement qu'elle soit partie afin que le jugement lui soit opposable et qu'elle puisse être contrainte de réémettre de nouvelles actions en lieu et place de celles annulées par le tribunal. Qui plus est, il est possible que le conseil d'administration de la société, représentant la société dans la procédure d'annulation de titres restants, ait été choisi par l'offrant et n'ait donc aucun doute sur le bien-fondé de la demande. L'on voit donc mal en quoi la procédure de conciliation serait utile dans ces circonstances, sauf à admettre que le juge conciliateur ne convoque pas immédiatement les parties, et laisse passer le délai de trois mois octroyé aux actionnaires minoritaires pour se faire connaître et ainsi intervenir.

---

<sup>74</sup> PETER/BOVEY (n. 52), § 846; la doctrine est toutefois majoritairement défavorable à un contrôle judiciaire du montant de l'offre dans le cadre d'une action en annulation. Cf. Notamment STEFAN SCHERRER, *Angebotspreis als Prozessgegenstand des börsenrechtlichen Kraftloserklärungsverfahrens*, Besprechung des Urteils HG090301 des Handelsgerichts des Kantons Zürich vom 14. Dezember 2011, GesKR 2012 308 ss (en particulier la note de bas de page 7 et les références citées). Cf. également GEORG G. GOTSCHEV/CHRISTIAN STAUB, *Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach Art. 33 Börsengesetz und durch squeeze out merger gemäss Fusionsgesetz*, GesKR 2006, 265 ss (p. 275); la position adoptée par ces auteurs n'est pas satisfaisante. Si l'on devait les suivre, les actionnaires minoritaires qui ne souhaitent pas céder à l'offrant leurs titres durant la procédure d'acquisition devraient néanmoins agir avant la clôture de l'offre devant la Commission des offres publiques d'acquisition pour faire valoir leurs arguments contre le montant – estimé trop faible – de l'offre, alors même qu'il se peut que l'offrant ne puisse jamais dépasser le seuil de 98% et ne puisse pas forcer l'exclusion de ces mêmes actionnaires minoritaires par la voie de l'art. 137 LIMF. Ces actionnaires seraient donc contraints d'engager des moyens financiers importants pour défendre de manière préventive des droits qui pourraient ne jamais être lésés.

<sup>75</sup> Art. 198 let. f CPC *cum* art. 5 let. h CPC.

### c) Légitimation active de l'offrant

Afin d'être légitimé à requérir l'annulation des titres restants de la société, l'offrant doit démontrer qu'il détient à l'expiration de l'offre, respectivement après exécution de l'offre, des actions représentant plus de 98% des droits de vote (et non 98% du capital-actions) de la société, tels qu'inscrits au registre du commerce<sup>76</sup>. N'entrent donc pas en ligne de compte dans le calcul précité les droits d'option, les bons de participation (*Partizipationscheine*)<sup>77</sup> et les bons de jouissance (*Genussscheine*)<sup>78</sup>. Les actions dont les droits de vote sont suspendus sont prises en compte<sup>79</sup>; doivent donc être prises en compte les actions propres<sup>80</sup>, les actions dispo<sup>81</sup>, ainsi que les actions dont les droits de vote sont suspendus en raison de la violation par leur ayant-droit de l'obligation d'annonce<sup>82</sup>.

L'on notera finalement que pour être pris en compte, les titres doivent être détenus soit directement (détention juridique), soit indirectement ou d'un commun accord<sup>83</sup> (détention économique, respectivement dans le cadre d'une convention d'actionnaires). Dans ce dernier cas, il importe peu de savoir quand l'accord en question a été conclu; maté-

<sup>76</sup> BSK BEHG-RAMPINI/REITER, n°12 ad art. 33 et les références citées. A noter que selon certains auteurs, l'offrant devrait pouvoir aussi dépasser le seuil de 98% hors procédure d'offre publique d'acquisition, après son exécution, sous réserve de l'abus de droit. Il faudrait et il suffirait que l'offrant puisse apporter la preuve d'une détention de plus de 98% des droits de vote au moment où il dépose sa demande contre la société (cf. ANNEMARIE NUSSBAUMER, *Abfindungsfusion oder Kraftloserklärung nach öffentlichem Übernahmeangebot? Zum Verhältnis von Art. 8 Abs. 2 FusG und Art. 33 BEHG in: Vertrauen - Vertrag – Verantwortung, Vertrauen, Vertrag, Verantwortung: Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 50. Geburtstag, Zurich 2007, 366 ss (371)* et les références citées). Ce point de vue est naturellement souhaitable car il permet à l'offrant d'atteindre plus facilement le seuil de plus de 98%, excessivement élevé par rapport aux autres législations. Il ne faut cependant pas perdre de vue que toute acquisition d'actions et de droits de vote hors du cadre de l'offre publique d'acquisition doit être appréhendé avec précaution; l'on ne saurait exclure en effet que la détention de 98% des droits de vote soit la résultante d'un abus de droit, par exemple parce que l'offrant, désormais actionnaire majoritaire, a décidé d'émettre des actions à droit de vote privilégié en remplacement des actions acquises dans le cadre de la procédure d'acquisition, augmentant ainsi artificiellement son poids dans le seul but de pouvoir agir conformément à l'art. 137 LIMF.

<sup>77</sup> Art. 656a ss CO.

<sup>78</sup> Art. 657 CO.

<sup>79</sup> Art. 120 let. a OIMF.

<sup>80</sup> Art. 659a CO.

<sup>81</sup> Art. 685f al. 2 CO. ZH, OGer, Arrêt du 12 août 2015 rendu dans la cause HG150046, consid 3.5.3.3. *in fine*.

<sup>82</sup> Art. 697m al. 1 CO.

<sup>83</sup> Art. 120 OIMF.

riellement cependant, un accord qui ne serait conclu que dans le but de pouvoir faire annuler les titres restants serait constitutif d'un abus de droit<sup>84</sup>.

#### d) **Egalité de traitement**

Les actionnaires minoritaires ont le droit de participer à la procédure d'annulation et de prendre des conclusions indépendantes de celles de la société<sup>85</sup>. Il s'agit d'un cas légal d'intervention principale<sup>86</sup> n'obéissant que subsidiairement aux dispositions topiques du Code de procédure civile; les actionnaires minoritaires ont en particulier le droit de par la loi de prendre des conclusions distinctes de celles de la société contre laquelle l'action doit être dirigée par l'offrant. Une intervention accessoire ne permettrait pas aux actionnaires minoritaires de faire valoir leurs droits indépendamment de ceux du demandeur et de la défenderesse. Or, il se peut que l'offrant et la société prennent des conclusions identiques<sup>87</sup>.

Le jugement rendu à l'issue d'une procédure d'annulation des titres restants a un effet *erga omnes*<sup>88</sup>, indépendant de l'intervention des actionnaires minoritaires. Les détenteurs de titres annulés ont le droit de recevoir un montant par titre égal à celui qui avait été offert dans le cadre de l'offre publique d'acquisition<sup>89</sup>. L'égalité de traitement des actionnaires de la société cible, assurée par le droit des offres publiques d'acquisition pendant une procédure d'acquisition, est également garantie au-delà, après clôture de la procédure d'offre publique d'acquisition.

### 3. **Le droit des fusions au secours du droit boursier**

La procédure d'annulation des titres restants est bienvenue, car en écartant les actionnaires (très minoritaires), voire les actionnaires fantômes du fait de titres perdus, elle permet notamment à l'offrant d'effectuer un *Going Private* qui serait à défaut potentiellement difficile à atteindre.

Le droit suisse présente cependant une particularité qui réside dans le seuil de 98% à dépasser par l'offrant pour être légitimé à demander l'annulation des titres restants. Plus précisément, le droit suisse positionne la Confédération helvétique parmi les Etats

---

<sup>84</sup> Cf. supra p. 715 et la note de bas de page 39.

<sup>85</sup> Art. 137 al. 1, 3<sup>ème</sup> phrase, LIMF et art. 121 al. 3 OIMF.

<sup>86</sup> Cf. art. 73 CPC. Contra BSK BEHG-RAMPINI/REITER, n 30 ad art. 33.

<sup>87</sup> Cf. supra p. 721.

<sup>88</sup> BÖCKLI (n. 32), § 7 N 23; OLIVIER HARI, Offre publique d'acquisition, fusion squeeze-out et action en examen des parts sociales. Quelques réflexions en lien avec la jurisprudence récente du Tribunal fédéral (arrêt 4A\_100/2015 du 17 août 2015 et ATF 135 III 603), GesKR 2015, 556 ss (557); BSK BEHG-RAMPINI/REITER, n°22a et 31 ad art. 33; TSCHÄNI/DIEM/IFFLAND/GABERTHÜEL (n. 52), § 775.

<sup>89</sup> Art. 137 al. 2 LIMF.

les plus restrictifs de par le monde s'agissant du volume de la participation de l'offrant et demandeur.

La Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition prévoit ainsi une obligation de retrait lorsque (a) l'offrant détient des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote et 90% des droits de vote de la société visée, ou (b) lorsque, à la suite de l'acceptation de l'offre, il a acquis ou s'est fermement engagé par contrat à acquérir des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote de la société visée et 90% des droits de vote faisant l'objet de l'offre<sup>90</sup>. Dans le cas visé au point a), les États membres peuvent fixer un seuil plus élevé pour autant toutefois qu'il ne dépasse pas 95% du capital assorti de droits de vote et 95% des droits de vote.

Au Royaume-Uni, «[i]f the offeror has, by virtue of acceptances of the offer, acquired or unconditionally contracted to acquire (a) not less than 90% in value of the shares to which the offer relates, and (b) in a case where the shares to which the offer relates are voting shares, not less than 90% of the voting rights carried by those shares, he may give notice to the holder of any shares to which the offer relates which the offeror has not acquired or unconditionally contracted to acquire that he desires to acquire those shares»<sup>91</sup>.

Afin de rendre possible un *Going Private* et une intégration d'une société cible en dépit d'un seuil de 98% indiscutablement trop élevé, la pratique a développé une parade permettant de contourner cette exigence souvent irréaliste, en procédant immédiatement après l'exécution de l'offre publique d'acquisition à une fusion par absorption de la société cible (en tant que transférante) avec une société détenue à 100% par l'offrant (en tant que société reprenante).

Cette opération n'est possible, respectivement n'est utile, que pour un offrant qui détient après l'expiration et l'exécution de l'offre publique d'acquisition au moins 90% des droits de vote de la société transférante au sens de l'art. 18 al. 5 LFus, sans pour autant avoir réussi à dépasser le seuil de 98% prévu par le droit des offres publiques d'acquisition. Il n'est par ailleurs pas rare que la société reprenante soit un véhicule *ad hoc*, constitué uniquement aux fins de permettre cette fusion *squeeze-out*, opération *a priori* licite<sup>92</sup>.

Au vu de ce qui précède, il convient encore de déterminer si la volonté d'un offrant, désormais actionnaire majoritaire à hauteur de 90% d'une société cible après exécution

---

<sup>90</sup> Art. 15 § 2.

<sup>91</sup> § 979 (2) Companies Act 2006.

<sup>92</sup> BSK FusG-TSCHÄNI/GABERTHÜEL, n° 17 ad art. 8 et les références citées; MARKUS VISCHER/URS P. GNOS, Erfahrungen mit dem Fusionsgesetz, PJA 2006, 783 ss (p. 792).

de l'offre, de contrôler cette dernière à hauteur de 100%, en contraignant les actionnaires minoritaires à abandonner leurs droits de sociétariat moyennement paiement d'un dédommagement obligatoire constitue en soi une justification à la fusion et est conforme au droit des offres publiques d'acquisition.

Du point de vue du droit des fusions pris isolément, la transaction est valable. Le législateur a expressément prévu le principe du dédommement obligatoire pour des actionnaires détenant une participation minoritaire qualifiée dans la société transférante (10%) sous réserve de l'abus de droit, qui se matérialise en particulier si la détention par l'actionnaire majoritaire d'une participation à hauteur de 90% est obtenue de manière dolosive<sup>93</sup>.

La Commission des OPA admet elle aussi la construction juridique précitée, à la condition que l'offrant fasse figurer dans le prospectus d'offre l'information selon laquelle une fusion *squeeze-out* sera opérée après exécution de l'offre publique d'acquisition. La Commission des OPA fonde l'exigence précitée sur les art. 24 al. 1 aLBVM et 23 al. 1 let. a OOPA; les conséquences fiscales de l'opération de restructuration doivent être également clairement explicitées<sup>94</sup>. La doctrine admet également l'opération, et ce même si un véhicule *ad hoc* est constitué pour permettre la fusion *squeeze-out*<sup>95</sup>.

En application de la *Best Price Rule*, dès la publication de l'offre et pendant les six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire, si l'offrant acquiert des titres de participation de la société visée à un prix supérieur à celui de l'offre, ce prix doit être étendu à tous les destinataires de l'offre<sup>96</sup>. La Commission des OPA a eu l'occasion de s'exprimer sur l'applicabilité de la *Best Price Rule* à une fusion post-OPA, la confirmant, et estimant que dans le cadre du calcul du délai de six mois précité, il convenait de prendre en compte la date à laquelle le contrat de fusion est signé, et non pas la date à laquelle l'assemblée générale de la société transférante décide d'accepter la fusion *squeeze-out*<sup>97</sup>.

---

<sup>93</sup> Cf. supra p. 715 et la note de bas de page 39.

<sup>94</sup> Recommandation de la Commission des OPA 0243/06 du 9 août 2005 dans l'affaire Leica Geosystems Holdings AG, consid 10.2. Recommandation XI de la Commission des OPA 0294/11 du 29 janvier 2007 dans l'affaire SIG Holding AG, consid 12.1. Voir également la Décision de la Commission des OPA 609/01 du 14 juillet 2015 dans l'affaire SHL Telemedicine Ltd, dans laquelle la Commission des OPA détaille les exigences en matière d'information en cas de fusion (en l'occurrence une Reverse Triangular Merger soumise au droit israélien). PETER/BOVEY, § 882.

<sup>95</sup> BSK FusG-TSCHÄNI/GABERTHÜEL, n° 17 ad art. 8 LFus et les références citées; VISCHER/GNOS (n. 92), Erfahrungen mit dem Fusionsgesetz, PJA 2006, 783 ss (p. 792).

<sup>96</sup> Art. 10 al. 1 OOPA.

<sup>97</sup> Recommandation de la Commission des OPA 0220/02 du 9 mars 2005 dans l'affaire Maag Holding AG, consid 1.2.1.3.

Hors cas d'acquisition préalable<sup>98</sup>, notion ne jouant qu'un rôle pour la fixation du prix minimum de la future offre<sup>99</sup>, la Commission des OPA considère que la *Best Price Rule* déploie des effets avant la publication de l'offre lors de «gekoppelte Gesamttransaktion»<sup>100</sup>, c'est-à-dire lorsque le – futur – offrant acquière conditionnellement, avant la publication de l'offre, des paquets d'action lui conférant une position de contrôle, n'exécutant la transaction qu'après connaissance du résultat de l'offre, ou que ce même offrant conditionne le lancement de l'offre à l'exécution d'une acquisition préalable. Dans ces deux cas de figure, les transactions sont appréhendées économiquement comme un tout, indépendamment de toute notion temporelle.

Se pose la question de savoir si une fusion *squeeze-out* post OPA peut également tomber dans le champ d'application de la *Best Price Rule*, au-delà du délai de six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire. La réponse est affirmative. OPA et fusion *squeeze-out* post-OPA doivent être appréciées comme un tout lorsque l'offrant sait, et annonce obligatoirement dans le prospectus, qu'il entend après l'exécution de l'offre publique d'acquisition absorber par le biais d'une fusion *squeeze-out* la société cible en tant que transférante. Ces deux opérations successives doivent également être qualifiées de *gekoppelte Gesamttransaktionen*. Autrement dit, le montant du dédommagement offert aux actionnaires dans le cadre de la fusion *squeeze-out* post-OPA est en pareilles circonstances influencé par le montant offert par l'offrant dans le cadre de l'offre publique d'acquisition, qu'il ne doit en tous les cas pas dépasser sous peine de contraindre l'offrant à en faire profiter tous les autres actionnaires ayant cédé leur titres dans le cadre de l'offre publique d'acquisition, avec effet *ex tunc*. Une situation potentiellement problématique pourrait survenir si un actionnaire venait à contester judiciairement avec succès le montant du dédommagement offert dans le cadre de la fusion<sup>101</sup>: en application de ce qui précède, le jugement serait ici susceptible de déployer des effets *ex tunc* également pour les actionnaires ayant accepté l'offre de l'offrant. Est réservée l'action en examen du montant du dédommagement introduite par un actionnaire spéculateur ayant acquis les titres d'un actionnaire de la société cible n'ayant pas consenti à l'offre publique d'acquisition, en vue de faire revoir le montant du dédom-

<sup>98</sup> L'on parle d'acquisition préalable lorsque le futur offrant conclut et exécute avant la publication de l'offre une ou plusieurs transactions portant sur l'acquisition par le futur offrant de titres de la société cible.

<sup>99</sup> Art. 135 al. 2 let. b LIMF et 8 al. 3 let. a OOPA. NINA REISER/HANS CASPAR VON DER CRONE, Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG, GesKR 1|2012, 29 ss.

<sup>100</sup> Décision de la Commission des OPA 0624/03 du 29 avril 2016 rendue dans l'affaire Syngenta AG, consid 1.2.2 et le renvoi à la recommandation 227/01 du 9 mars 2005 dans l'affaire Sachen Büro-Fürer AG, consid 2.; FRANK GERHARD/PHILIPPE JACQUEMOUD, Merger vs. Exchange Offer: Remedies, Procedure, Triangular Merger, Quorum, Appraisal, Conflict of Interests, GesKR 2|2012, 182 ss (p. 187); HARI (n. 87), 559.

<sup>101</sup> Art. 105 al. 1 LFus.

agement à la hausse et ainsi percevoir une plus-value de l'opération ne résultant que du risque du procès<sup>102</sup>, constitutive d'abus de droit.

#### IV. Conclusion

Le droit suisse permet à un offrant détenant plus de 98% des droits de vote de la société à l'expiration de l'offre publique d'acquisition de demander l'annulation judiciaire des titres restants. Ce même offrant, ne disposant par hypothèse pas de plus de 98% des droits de vote de la société mais de seulement 90% à 98% des droits de vote de la société cible, peut également procéder à l'élimination des actionnaires minoritaires restants, mais uniquement par le biais d'une fusion par absorption de la société cible en tant que transférante avec une autre société détenue par l'offrant – voire spécifiquement constituée par l'offrant à cet effet – en tant que reprenante.

En pratique, l'on constate que le seuil de plus de 98% est excessivement difficile à atteindre; les législateurs de places économiques fortes comme celles du Royaume-Uni, de l'Allemagne ou encore de France ne s'y sont pas trompés, en prévoyant des seuils inférieurs, à 95%, voire égaux à 90%. Le seuil helvétique de plus de 98%, qui s'apparente à un inutile *Swiss finish* du droit des offres publiques d'acquisition, doit être modifié à la baisse et ramené à des valeurs accessibles (idéalement de 90% afin que le droit suisse dispose de seuils uniformes et cohérents en matière de *squeeze-out*), afin de permettre aux offrants de s'affranchir d'une procédure de fusion coûteuse, et potentiellement longue au regard du risque concret que certains actionnaires contestent judiciairement le montant du dédommagement obligatoire. La Suisse se doit de demeurer une place compétitive pour les sociétés cotées.

---

<sup>102</sup> La plus-value est dans ce cas la différence entre le prix payé à l'actionnaire ayant refusé l'offre publique d'acquisition et montant payé en tant que dédommagement au sens de l'art. 8 al. 2 LFus. Cf. également HARI (n. 87), 556 ss.