

**Rapport
relatif au postulat 18.4092
« actions de loyauté »**

Prof. Isabelle Chabloz

29 juin 2022

En collaboration avec :
Alexandra Vraca, MLaw
Idris Abdelkhalek, LLM (Bruges)

Table des matières

Table des matières	2
Résumé	3
I. Lignes directrices	6
A. Mandat.....	6
B. Postulat 18.4092 : conséquences des actions de loyauté.....	6
C. Remarque terminologique	7
II. État du débat	7
A. Travaux législatifs.....	7
B. Travaux parlementaires	9
C. Règles adoptées par le Conseil national lors de la session d'été 2018	12
D. Objectif(s) poursuivi(s)	13
III. Droit comparé	14
A. Aperçu des différents droits.....	14
B. Cas français et italien	22
IV. Analyse	26
A. Contexte de la discussion	26
B. Possibilités de récompenser les actionnaires « fidèles » selon le droit de la SA (révisé).....	30
C. Conséquences des propositions du CN	33
V. Alternatives possibles	37
A. Ne rien faire	37
B. Dividendes et remboursement des réserves majorés	37
C. Droit de vote double ?	40
Annexe	41
Bibliographie	43
Sources officielles et travaux préparatoires	46
Réglementations étrangères	47
Table des abréviations	50

Résumé

Lors de la session d'été 2018, le Conseil national a, sur proposition de sa Commission des affaires juridiques, adopté la possibilité pour les sociétés d'inscrire dans leurs statuts certains privilèges patrimoniaux pour les actionnaires inscrits depuis deux ans au moins dans le registre des actions. Ces privilèges pouvaient être un prix d'émission inférieur de 20% au plus, un droit de souscription prioritaire (jusqu'à 20% du capital nouvellement créé), ainsi qu'un droit à un dividende et au remboursement des réserves jusqu'à 20% plus élevé (sans limite légale quant à la participation pouvant en bénéficier). L'objectif était double. D'une part, contre la durée de détention de plus en plus courte des actions et stabiliser l'actionnariat des sociétés cotées. D'autre part, réduire le nombre des actions dispo dans les sociétés cotées, à savoir les actions nominatives dont les actionnaires ne sont pas inscrits au registre des actions mais perçoivent néanmoins les dividendes. Le Conseil des États ne s'est pas rallié à cette proposition, au motif notamment qu'elle n'avait pas été l'objet d'une procédure de consultation. Il a adopté un postulat demandant au Conseil fédéral de présenter un rapport qui montre les avantages, les inconvénients et les conséquences de ces propositions. Le présent rapport fait suite à ce postulat.

L'hypothèse à la base de l'objectif de stabilisation de l'actionnariat réside dans le fait que la détention à court terme des actions nuit à la stratégie à long terme des sociétés. A l'inverse, une détention plus longue aurait un effet positif sur la valeur à long terme des sociétés. Cette hypothèse s'inscrit dans le contexte actuel qui impose aux sociétés cotées de contribuer à atteindre les objectifs de développement durable. Cela conduit à favoriser une gestion durable des sociétés par rapport à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale. D'un point de vue théorique, cela se manifeste par le grand retour de la « Stakeholder Value » qui impose aux sociétés de tenir compte de l'ensemble des parties prenantes. Ces dernières années, la « Shareholder Value » a dominé le débat en Suisse. L'objectif de maximisation de la valeur actionnariale a conduit à renforcer les droits des actionnaires et notamment à inscrire dans la Constitution fédérale l'élection annuelle des membres du conseil d'administration des sociétés cotées. La crainte est maintenant que les actionnaires ayant une stratégie d'investissement à court terme fassent pression pour favoriser leurs intérêts à court terme.

Il est avéré que la durée de détention des actions s'est nettement réduite en passant de 10 ans dans les années 1980 à 7 mois aujourd'hui. Cette diminution est avant tout due aux développements technologiques qui permettent de plus nombreuses transactions à moindre coût. Même s'il semble empiriquement démontré que les actionnaires spéculatifs ont un impact négatif sur la gestion durable des sociétés cotées, ce n'est certainement pas l'unique facteur qui conduit certains dirigeants à favoriser une stratégie à court terme. D'un point de vue logique, il est au surplus difficile de comprendre pourquoi les actionnaires avec une stratégie à court terme ne devraient pas soutenir la stratégie la plus efficiente à long terme. En effet, si cette stratégie est communiquée au marché, elle devrait influencer positivement le cours de bourse. Enfin, l'hypothèse de base part du principe que l'actionnariat des sociétés cotées est dispersé ; d'où le besoin des dirigeants des sociétés de pouvoir compter sur un noyau stable d'actionnaires. Or, en Suisse, les sociétés cotées à actionnariat dispersé sont plutôt l'exception que la règle. Dans la plupart des sociétés, le problème est dès lors davantage un problème de protection des minoritaires qu'un problème de stabilisation de l'actionnariat.

Une brève étude de droit comparé montre que la plupart des pays ayant décidé de permettre aux sociétés de récompenser leurs actionnaires fidèles ont choisi de le faire par l'octroi d'un droit de vote double (France, Espagne, Italie, Belgique). La France connaît un régime d'opt-

out depuis 2014 (les actions à droit de vote double sont le régime légal avec possibilité statutaire d'y déroger), alors que dans les autres pays une disposition statutaire est nécessaire pour introduire les actions de loyauté (régime d'opt-in). En pratique, ce sont surtout les sociétés qui ont un actionnaire de contrôle qui ont adopté des actions à droit de vote double. Ainsi, sous couvert de fidélisation de l'actionnariat, il s'agit en réalité souvent pour le législateur de mettre fin au régime une action-une voix, devenu un désavantage concurrentiel sur les marchés boursiers. Quant au régime d'opt-out, il a été introduit en France par la Loi Florange et a permis à l'État de désinvestir de certaines sociétés sans en perdre le contrôle. La France et l'Italie prévoient en plus du droit de vote double, la possibilité d'un dividende de fidélité pour autoriser les sociétés cotées à récompenser leurs petits actionnaires (0,5% du capital-actions au maximum). Quant à la prime sur le dividende, elle peut être au maximum de 10%. La France n'a pas légiféré pour encourager les dividendes de fidélité, mais pour les limiter. En effet, quatre sociétés les avaient introduites dans les années 1990 en violation du cadre juridique français. A notre connaissance, six sociétés en font actuellement usage. En Italie, le dividende majoré a été introduit en 2010 pour mettre en œuvre la Directive (UE) 2007/36/CE et encourager l'actionnariat à long terme. Aucune société cotée italienne ne semble en faire usage.

Le droit suisse permet déjà aux sociétés cotées d'accorder aux actionnaires des actions à droit de vote privilégié (rapport 1:10) et des actions privilégiées (privilèges patrimoniaux). Ces privilèges sociaux et patrimoniaux ne sont pas attachés aux actionnaires, mais aux actions. Il est donc possible en droit suisse d'avoir plusieurs catégories d'actions pour favoriser les fondateurs et pour empêcher une éventuelle prise de contrôle. En revanche, le droit suisse ne permet pas de traiter différemment les actionnaires au sein d'une même catégorie d'actions. Les sociétés cotées suisses pourraient en revanche déjà aujourd'hui récompenser les actionnaires fidèles en leur octroyant des actions gratuites.

En ce qui concerne les dispositions proposées par le Conseil national, elles vont nettement au-delà de ce qui se pratique à l'étranger. En effet, aucun pays n'autorise un prix d'émission inférieur ou n'octroie des droits de souscription prioritaires. Cela n'est guère étonnant, car de tels privilèges ne sont pas aptes à atteindre le but recherché et entraînent donc une inégalité de traitement injustifiée. S'agissant des dividendes et remboursement de réserves majorés, ils pourraient éventuellement contribuer à réduire le nombre des actions dispo. Le principal problème de la proposition du Conseil national est qu'elle laisse à la société le soin de prévoir que seuls les actionnaires ne dépassant pas une certaine participation peuvent en bénéficier. Cela signifie qu'en théorie une société pourrait aussi décider de faire profiter son actionnaire de contrôle desdits privilèges et péjorer ainsi la position des actionnaires minoritaires. Au vu de ce qui précède, si le législateur veut offrir une telle possibilité aux sociétés cotées, il doit, à notre sens, prévoir une limite de participation dans la loi ou un mécanisme efficace de protection des minoritaires. Si l'objectif est de réduire le nombre des actions dispo, la limite de participation devrait être alignée avec le premier seuil qui déclenche l'obligation d'annonce en droit boursier (actuellement 3%). Au surplus, afin d'éviter tout problème en cas de procédure d'assainissement, il faudrait prévoir que les avantages tombent en cas de perte de capital. Enfin, il serait utile de préciser que les privilèges subsistent en cas de fusion, de scission ou de succession.

En conclusion, même si la durée de détention des actions s'est réduite, la grande majorité des sociétés suisses cotées a un actionnariat concentré et donc en principe stable. Pour celles qui ont un actionnariat dispersé, il sera difficile de trouver une majorité d'actionnaires prête à adopter de tels privilèges en vue de stabiliser l'actionnariat. Les actions de loyauté pourraient

éventuellement contribuer à réduire le nombre d'actions dispo. Il appartiendra alors aux sociétés cotées d'évaluer si les avantages liés à une meilleure connaissance de leur actionnariat l'emportent sur les désavantages, notamment en termes de perte de transparence et de difficultés de mise en œuvre. Si les actions dispo ne sont pas un véritable problème, une variante est également de renoncer à introduire les actions de loyauté dans la loi.

I. Lignes directrices

A. Mandat

Selon le mandat reçu de l'Office fédéral de la justice le 1^{er} octobre 2021, le présent rapport doit traiter des actions de loyauté conformément au Postulat 18.4092 Conséquences des « actions de loyauté » (*infra* I./B.). Le rapport doit contenir les avantages et inconvénients et traiter des réserves exprimées par le Parlement et les commissions compétentes.

Le rapport final doit contenir :

- a) Une analyse de droit comparé. Il s'agit d'établir un état des lieux descriptif des différentes dispositions légales dans certains pays de l'UE (en particulier la France, l'Allemagne, l'Espagne) ainsi que dans l'UE. Si les parties contractantes le jugent utile, le rapport peut être étendu à d'autres pays¹.
- b) Un examen des dispositions législatives. Le rapport doit permettre un examen critique des dispositions légales telles qu'elles ont été adoptées par le Conseil national durant la session d'été 2018 dans le cadre de l'examen de la révision du droit de la société anonyme 16.077 (v. Dépliant 2018 II N ; 16.077n : N11 F.pdf – Dépliant session d'été 2018 décision du Conseil national) (*infra* I./B.).
- c) Le développement d'alternatives possibles au projet déjà existant (v. Dépliant 2018 II N ; 16.077n : N11 F.pdf – Dépliant session d'été 2018 décision du Conseil national) (*infra* I./B.). D'autres alternatives praticables doivent être proposées. Le projet existant peut également être partiellement remplacé, différencié ou complété.

B. Postulat 18.4092 : conséquences des actions de loyauté

- Déposé : par la Commission des affaires juridiques du Conseil des États
- Adopté : le 19 juin 2019 par le Conseil des États
- Texte déposé : Le Conseil fédéral est chargé de présenter un rapport dans lequel il montrera les avantages, les inconvénients et les conséquences potentiels des « actions de loyauté », que le Conseil national a introduites dans le projet de révision du droit de la société anonyme (16.077) lors de l'examen de cet objet à la session d'été 2018. Il s'agit notamment de présenter les conséquences de ces « actions de loyauté » pour l'économie et les éventuels effets qu'elles pourraient avoir pour une entreprise, lorsque celle-ci fait l'objet d'un assainissement ou d'une succession en particulier en fonction de la durée de détention prévue. En plus d'une analyse d'impact de la réglementation, le rapport examinera la situation juridique dans d'autres pays afin de présenter d'éventuelles autres possibilités de mise en œuvre dans le droit suisse de la société anonyme ainsi que l'opportunité d'une telle disposition.

Remarque : La question du court-termisme et des éventuels effets économiques des actions de loyauté est traitée dans une étude réalisée par BSS Volkswirtschaftliche Beratung AG (ci-après BSS) et intitulée « RFA Auswirkungen von Loyalitätsaktien »². Un projet du présent rapport a été mis à la disposition de BSS pour la réalisation de ladite étude et le projet de BSS nous a été adressé en vue de finaliser le présent rapport.

¹ Le rapport a été étendu à l'Italie, à la Belgique et au Delaware (États-Unis).

² MEYER/SURI/HEUBERGER, p. 1 ss.

C. Remarque terminologique

Le mandat fait référence aux « actions de loyauté ». Or, comme nous le verrons, les privilèges dont il est question ne sont justement pas liés à l'action. Ils sont attachés à l'actionnaire et n'impliquent aucune obligation de comportement de la part de celui ou de celle-ci, mais uniquement d'être inscrit un certain temps au registre des actions. Par conséquent, il serait plus judicieux de parler de « prime de fidélité ». Néanmoins, comme les termes « actions de loyauté » se sont imposés dans le débat et figurent même dans le titre du postulat (*supra* I./B.), nous avons choisi de les utiliser pour ne pas ajouter de la confusion.

II. État du débat

A. Travaux législatifs

1. Avant-projet 2014

L'avant-projet 2014 concernant la révision du droit de la SA contenait un article 661 intitulé « Calcul des parts »³. Cet article avait le contenu suivant :

« ¹ Sauf disposition contraire des statuts, les parts de bénéfice et du produit de liquidation sont calculées en proportion de la participation au capital-actions.

² Les statuts peuvent prévoir que :

1. les actionnaires dont les droits de vote sont exercés à l'assemblée générale [notamment par un représentant librement choisi ou par le représentant indépendant] perçoivent un dividende ou un remboursement des réserves issues du capital jusqu'à 20% plus élevé [**incitation matérielle positive**] ; ou que
2. les actionnaires dont les droits de vote ne sont pas exercés à l'assemblée générale perçoivent un dividende ou un remboursement des réserves issues du capital jusqu'à 20% plus faible [**incitation matérielle négative**]. »

L'avant-projet 2014 offrait des possibilités de bonus et de malus aux sociétés, mais ne les obligeait pas à y recourir. Au surplus, les sociétés étaient libres de fixer les modalités d'application⁴. En cas de recours à cette disposition, les statuts auraient dû indiquer de façon claire que les dividendes étaient susceptibles de varier en fonction des circonstances.

Cette disposition offrait la possibilité aux sociétés (surtout en présence d'actions cotées en bourse) d'inciter leurs actionnaires à exercer leurs droits de vote, ce qui aurait pu sensiblement réduire le nombre d'actions dispo⁵. De telles incitations auraient d'ailleurs concrètement obligés les investisseurs institutionnels à exercer leurs droits de vote (effet direct), au risque sinon de violer leur devoir de diligence en matière de gestion de fortune. A titre de rappel, une action est dite « dispo » lorsqu'elle est transférée en bourse, que la banque annonce l'aliénation (v. art. 685e CO), mais que l'acquéreur ne s'annonce pas et renonce de ce fait à l'exercice de ses droits sociaux (d'actionnaire), mais non à ses droits patrimoniaux (versés par le biais du système bancaire). Ce régime a pour conséquence que la société ne connaît pas l'identité d'une partie de ses actionnaires, ce qui peut engendrer certains problèmes (p. ex. impossibilité de la société de communiquer avec lesdits actionnaires, processus

³ AP-CO 2014.

⁴ Sur l'ensemble de ces remarques, v. Rapport 2014, § 2.1.12.

⁵ Sur les actions dispo, v. not. Rapport 2014, § 1.3.3.1.

décisionnel de l'AG de moins bonne qualité, risque de reprise inamicale accru, difficulté à atteindre les quorums de présence)⁶.

Les participants à la consultation ont nettement rejeté l'idée d'instaurer des dividendes plus ou moins élevés pour les motifs suivants⁷ :

- il est inadmissible d'envisager une sanction pour les actionnaires passifs ;
- une obligation de vote serait contraire à la structure libérale de la SA et entraînerait des inégalités de traitement entre les actionnaires, lesquels doivent pouvoir décider librement de s'inscrire ou non au registre des actions ;
- il ne faut pas mélanger les droits sociaux et les droits patrimoniaux des actionnaires sous peine de les inciter à exercer leur droit de vote pour des mauvaises raisons ;
- la gestion des titres et des droits associés deviendrait plus complexe et plus coûteuse au détriment de la place financière suisse ;
- les actionnaires domiciliés à l'étranger seraient fréquemment discriminés ;
- le négoce des actions pourrait connaître des difficultés en raison du droit au dividende flou ;
- la disposition risquerait d'être incompatible avec le droit en vigueur en matière de restrictions à la transmissibilité des actions (art. 685f CO).

Les quelques arguments invoqués en faveur de cette disposition étaient la nature dispositive de l'art. 661 al. 2 AP-CO 2014, l'incitation faite aux actionnaires d'exercer leurs droits de vote, et le fait que la charge supplémentaire résultant de cet exercice aurait été couverte par la majoration du dividende.

Certains participants à la consultation ont proposé le concept d'actions de loyauté qui vise une orientation à long terme sur les investissements en actions et une réduction du nombre d'actions dispo⁸. Ainsi, toute action devient une action de loyauté avec un dividende privilégié si un actionnaire a été inscrit au registre des actions pendant une période minimale définie par les statuts⁹.

Ces propositions faisaient suite à celles déjà étudiées lors de la préparation de l'avant-projet 2007, c'est-à-dire¹⁰ :

- système de l'actionnaire fiduciaire ou *nominee* ;
- déchéance du droit au dividende pour les actions dispo ;
- suppression des anciens quorums.

Ces propositions n'avaient pas non plus convaincu.

⁶ Message 2016, p. 394 s.

⁷ Résultats 2014, p. 26 ; Message 2016, p. 398 s.

⁸ La proposition a été faite dans la procédure de consultation par FORSTMOSER Peter/STAUB-BISANG Mirjam/WEHRLI Rudolf et visait également à décourager les « Securities Lending ». Ce problème a maintenant été résolu par le législateur. Dans le cadre de la Révision du droit de la SA, celui-ci a complété l'art. 685d al. 2 CO. Cette disposition permet à une société cotée de refuser comme actionnaire la personne qui n'a pas déclaré expressément qu'elle a acquis les actions en son propre nom et pour son propre compte, qu'aucun contrat sur la reprise ou la restitution desdites actions n'a été conclu et qu'il supporte le risque économique lié aux actions.

⁹ Résultats 2014, p. 26.

¹⁰ Message 2007, p. 1438.

En revanche, l'obligation d'offrir la possibilité à l'actionnaire de se faire inscrire au registre des actions par voie électronique a été retenue pour aider à réduire le nombre d'actions dispo (v. art. 686b AP-CO 2014 – *Demande de reconnaissance électronique*).

L'avant-projet 2014 ne mentionne donc pas les actions de loyauté dont le concept a uniquement été présenté lors de la procédure de consultation. Comme exposé, il traite en revanche des actions dispo, en soulevant les problèmes qui leur sont liés, sans toutefois proposer de solution.

2. Projet 2016

Vu les critiques rencontrées par la proposition de permettre l'introduction statutaire de bonus ou malus en fonction de l'exercice ou non du droit de vote à l'assemblée générale, celle-ci a été abandonnée¹¹. Comme le modèle de l'actionnaire fiduciaire (*nominee*) n'a pas non plus convaincu¹², le Conseil fédéral a finalement renoncé à légiférer sur les actions dispo dans le projet 2016¹³. A son avis, celles-ci sont en fin de compte : « une concession à la négociabilité souhaitée des actions nominatives cotées en bourse et au secret de la clientèle bancaire »¹⁴.

L'obligation des sociétés cotées de veiller à ce que l'acquéreur puisse déposer sa demande de reconnaissance par voie électronique a en revanche été retenue (art. 686b P-CO 2016)¹⁵.

B. Travaux parlementaires

1. Proposition de la Commission des affaires juridiques du Conseil national et session d'été 2018

Lors de l'examen du projet de révision du droit de la SA début mai 2018, la Commission des affaires juridiques du Conseil national (CAJ-CN) a décidé à 14 voix contre 10 et 1 abstention de reprendre l'idée évoquée en procédure de consultation (*supra* II./A./1.) et d'introduire la possibilité pour les sociétés de faire usage d' « actions de loyauté »¹⁶.

Le Conseil national en a discuté pour la première fois lors de la session d'été 2018. Pour sa majorité bourgeoise, cet instrument doit permettre aux sociétés d'inscrire dans leurs statuts des privilèges patrimoniaux pour les actionnaires inscrits depuis au moins deux ans au registre des actions, sous forme de :

- l'octroi de dividendes et de remboursements des réserves issues du capital plus élevés ; ainsi qu'un
- droit de priorité et/ou prix d'émission inférieur en cas d'émission de nouvelles actions¹⁷.

Une minorité a toutefois rejeté cet instrument dès lors qu'il :

¹¹ Message 2016, p. 378.

¹² Selon le Rapport 2014, p. 33, ce modèle ne serait pas compatible avec l'art. 95 al. 3 Cst. D'un autre avis, STOFFEL/GABELLON, p. 443.

¹³ Message 2016, p. 400.

¹⁴ Ibid.

¹⁵ Elle a été finalement adoptée par le Parlement le 19 juin 2020 et figurera à l'art. 686 al. 2^{bis} CO dès le 1^{er} janvier 2023, v. Révision du droit de la SA, p. 5430.

¹⁶ Communiqué de presse de la CAJ-CN du 4 mai 2018 ; Prise de parole de MARKWALDER Christa, BO 2018 N 1056.

¹⁷ Voir art. 661a al. 1 P-CO 2018 ; Prise de parole de FLACH Beat, BO 2018 N 1107 ; Prise de parole de GMÜR-SCHÖNENBERGER Andrea, BO 2018 N 1108.

- ne figurait pas dans l'avant-projet 2014 du Conseil fédéral et n'a donc pas fait l'objet d'une consultation¹⁸.

De plus, l'idée selon laquelle des actionnaires détenant des actions pendant au moins deux ans puissent être qualifiés de loyaux au détriment des autres semblait bancale pour certains députés¹⁹. A cet égard, certains parlementaires ont mis en avant le cas de Swissair en rappelant que la faillite de l'entreprise pouvait être reprochée aux actionnaires de longue date²⁰. Finalement, les débats ont soulevé le problème du moyen pour les nouveaux actionnaires d'avoir connaissance de ceux considérés comme loyaux²¹.

Le Conseil fédéral a appelé à rejeter les modifications apportées par la CAJ-CN²². Celles-ci ont néanmoins été adoptées par le Conseil national²³.

2. Conseil des États – sessions d'hiver 2018 et d'été 2019

Concernant les « actions de loyauté », le Conseil des États a choisi de déposer un postulat. Ce dernier mandate le Conseil fédéral « ...de présenter un rapport dans lequel il montrera les avantages, les inconvénients et les conséquences potentiels des 'actions de loyauté' » (*supra* I./A.)²⁴. Il a cependant aussi décidé de suspendre le postulat jusqu'à la fin de la révision du droit de la SA²⁵. Finalement, celui-ci sera adopté lors de la session de juin 2019²⁶.

3. Conseil national – session d'hiver 2019

Le Conseil national s'est à nouveau penché sur la question des « actions de loyauté » lors de la session d'hiver de 2019.

Certains parlementaires qui y sont opposés ont relevé ou réitéré que cet instrument pouvait :

- créer plusieurs classes d'actionnaires selon un facteur temps ; et
- qu'il n'a pas fait l'objet d'une consultation²⁷.

Une mention a aussi été faite au postulat déposé à cet égard par le Conseil des États²⁸.

Les parlementaires en faveur considèrent qu'il s'agit d'un instrument :

- pour récompenser les actionnaires loyaux notamment par un dividende plus élevé tel que prévus dans certains pays voisins²⁹ ;
- pouvant être librement introduit par les entreprises ;
- qui ne limite pas le commerce d'actions ;

¹⁸ Intervention de LEUTENEGGER OBERHOLZER Susanne, BO 2018 N 1102 ; Prise de parole de MARKWALDER Christa, BO 2018 N 1056.

¹⁹ Ibid.

²⁰ Ibid.

²¹ Ibid.

²² Prise de parole de SOMMARUGA Simonetta, BO 2018 N 1109.

²³ BO 2018 N 1120 s.

²⁴ Postulat 18.4092 Conséquences des « actions de loyauté ».

²⁵ Motion d'ordre de CRAMER Robert, BO 2018 E 1009.

²⁶ Adoption du Postulat 18.4092, BO 2019 E 545.

²⁷ MARTI Min Li, BO 2019 N 2385.

²⁸ Ibid.

²⁹ BREGY Philipp Matthias, VOGT Hans-Ueli, BO 2019 N 2385 ; MARKWALDER Christa, BO 2019 N 2387.

- qui permet d'assurer une certaine stabilité des entreprises ;
- qui donne aux investisseurs prêts à soutenir l'entreprise la perspective d'être récompensés pour leur confiance³⁰ ;
- pour contrer la durée de détention de plus en plus courte des actions ;
- pour réduire le nombre d'actions dispo³¹ ;
- pour empêcher les OPA et ;
- pour faciliter l'assainissement des sociétés³².

Le Conseil fédéral a quant à lui souligné :

- l'absence de consultation à ce sujet ;
- le risque pour les actionnaires loyaux de ne plus être suffisamment critiques vis-à-vis de la direction ; et
- la potentielle perte d'intérêt pour la Suisse par les investisseurs étrangers³³.

Il a ainsi invité le Conseil national à suivre le postulat déposé par le Conseil des États³⁴.

Le Conseil national a toutefois largement décidé de maintenir par 150 voix contre 32 les dispositions sur les actions de loyauté dans la révision du droit de la SA telles que votées lors de sa session d'été 2018³⁵.

4. Conseil national/des États – session d'été 2020 (à la suite de la conférence de conciliation)

Après plusieurs aller-retours entre les Chambres, une conférence de conciliation s'est tenue le 11 juin 2020. Concernant les actions de loyauté, elle s'est ralliée à l'avis du Conseil des États et les dispositions y relatives ont été retirées du projet.

Ceci principalement parce que cet instrument :

- n'a pas fait l'objet d'une consultation ;
- introduit de la complexité dans la structure de l'actionariat ;
- n'a pas été évalué du point de vue de ses effets fiscaux ; et
- que la durée de détention des actions n'est pas un critère adapté³⁶.

Les parlementaires favorables à cet instrument ont rappelé que :

- celui-ci introduit un incitatif adapté pour une gestion à long terme des sociétés, y compris la poursuite d'objectifs environnementaux et pour contrer la volatilité des marchés ;
- l'augmentation de dividende pour les actionnaires « loyaux » ne s'élèverait qu'à 20% au maximum et que ;
- ce système a été introduit en France avec satisfaction³⁷.

Finalement, ces mêmes parlementaires ont rappelé :

³⁰ VOGT Hans-Ueli, ARSLAN Sibel, BO 2019 N 2385 s.

³¹ GÖSSI Petra, BO 2019 N 2383.

³² MARKWALDER Christa, BO 2019 N 2387.

³³ KELLER-SUTTER Karin, BO 2019 N 2386 s.

³⁴ Ibid.

³⁵ BO 2019 N 2387.

³⁶ FEHLMANN Rielle, BO 2020 N 982 ; VOGT Hans-Ueli, BO 2020 N 983.

³⁷ Ibid.

- le caractère volontaire de cet instrument et le fait qu'il réduit le nombre d'actions dispo³⁸.

Le Conseil national et le Conseil des États se sont ralliés à la proposition de la conférence de conciliation³⁹. Le dépôt du postulat laisse donc la possibilité au Conseil fédéral de se déterminer sur cet instrument⁴⁰.

C. Règles adoptées par le Conseil national lors de la session d'été 2018

Lors de la session d'été 2018, le Conseil national a, sur proposition de sa Commission des affaires juridiques, adopté la possibilité pour les sociétés d'inscrire dans leurs statuts certains privilèges pour les actionnaires inscrits depuis deux ans au moins comme actionnaires avec droit de vote dans le registre des actions⁴¹. Les dispositions adoptées concernaient uniquement les droits patrimoniaux des actionnaires, à savoir le prix d'émission, le droit préférentiel de souscription ainsi que l'octroi de dividendes et le remboursement des réserves issues du capital. L'adoption de tels droits dans les statuts aurait toujours nécessité une majorité qualifiée (art. 704 al. 1 ch. 4, 8^{bis} et 8^{ter} P-CO 2018).

1. Prix d'émission inférieur de 20% au plus

L'art. 652b P-CO 2018 traite du droit de souscription préférentiel et du prix d'émission en cas d'augmentation de capital. Le Conseil national entendait ajouter un alinéa 5 à cet article selon lequel, une société aurait pu prévoir dans ses statuts un prix d'émission inférieur de 20% au plus pour les actionnaires inscrits depuis deux ans au moins comme actionnaires avec droit de vote dans le registre des actions. Cette possibilité se serait appliquée à toutes les formes d'augmentation de capital, c'est-à-dire l'augmentation ordinaire (art. 652b P-CO 2018), conditionnelle (art. 653b al. 1 ch. 4^{ter} P-CO 2018) et à l'intérieur de la marge de fluctuation du capital (art. 653t al. 1 ch. 8^{bis} et 9^{ter} P-CO 2018). Cela aurait visé aussi bien l'émission de nouvelles actions que celle de nouveaux droits d'option. Concrètement, cela signifie que si une société avait p. ex. émis 1'000 nouvelles actions d'une valeur nominale de CHF 100 à un prix d'émission de CHF 160, il aurait été possible de prévoir que les actionnaires « loyaux » puissent les acquérir pour un prix minimum de CHF 128.

En cas de prix d'émission inférieur, les statuts auraient dû prévoir : « le prix d'émission et les conditions de son octroi, la désignation des ayants droit et la preuve, ainsi que le début et la fin de la légitimation, ou l'autorisation donnée au conseil d'administration d'arrêter ces éléments, étant entendu que la proportion entre le prix d'émission inférieur et le prix d'émission demandé aux autres actionnaires est de toute façon décidée par l'assemblée générale » (art. 650 al. 2 ch. 3^{bis} P-CO 2018).

2. Droit de souscription prioritaire

Le Conseil national entendait également permettre aux sociétés de prévoir un droit prioritaire de souscription dans leurs statuts (art. 652b^{bis} P-CO 2018). Cette disposition aurait permis aux actionnaires loyaux d'acquérir jusqu'à 20% du capital-actions nouvellement créé (à moins qu'il fasse l'objet d'une décision de l'assemblée générale visant à supprimer ou limiter le droit

³⁸ Ibid.

³⁹ BO 2020 N 985 ; BO 2020 E 581.

⁴⁰ Karin KELLER-SUTTER, BO 2020 N 984.

⁴¹ Dépliant 2018 II N ; 16.077n : N11 F.pdf – Dépliant session d'été 2018 décision du Conseil national.

de souscription préférentiel). Concrètement, cela signifie que si une société avait prévu p. ex. une augmentation de capital de CHF 800'000 (800 actions à CHF 1'000), jusqu'à CHF 160'000 (160 actions à CHF 1'000) auraient pu être réservés prioritairement aux actionnaires loyaux. Ces mêmes actionnaires auraient ensuite pu exercer leurs droits préférentiels de souscription pour les CHF 640'000 (640 actions à CHF 1'000) restants. Ce droit aurait également été applicable lors de l'octroi de droits d'option aux actionnaires lors d'une augmentation conditionnelle hors ou dans la marge de fluctuation (art. 653b al. 1 ch. 4^{bis} et 4^{ter} et 653t al. 1 ch. 9^{bis} P-CO 2018).

Les statuts auraient pu prévoir que seules des personnes détenant une participation ne dépassant pas une certaine limite peuvent faire partie des ayants droit. Cela signifie que ce droit aurait par exemple pu être réservé aux actionnaires détenant 0.5% du capital-actions. Il faut, à notre avis, comprendre par-là qu'un actionnaire qui détiendrait par exemple 1% du capital-actions ne pourrait pas du tout bénéficier du droit de priorité, même pas pour 0.5% (art. 652b^{bis} al. 3 P-CO 2018).

L'introduction d'un droit prioritaire aurait nécessité d'inscrire dans les statuts : « le montant global nominal, ou le cas échéant le montant global nominal maximal des actions nouvellement émises que les actionnaires concernés peuvent acquérir, ainsi que les modalités de ce droit et les conséquences si les personnes concernées n'en font pas usage » (art. 650 al. 2 ch. 9^{bis} P-CO 2018).

3. Droit à un dividende et à un remboursement des réserves issues du capital plus élevés

Les sociétés auraient également pu prévoir dans leurs statuts un dividende ou un remboursement de réserves issues du capital jusqu'à 20% plus élevé pour les actionnaires loyaux (art. 661a P-CO 2018). Concrètement, cela signifie que si l'assemblée générale avait p. ex. décidé de verser un dividende de CHF 100 par action, elle aurait pu verser jusqu'à CHF 120 aux actionnaires loyaux.

Les statuts auraient là aussi pu prévoir que seules les personnes ne dépassant pas une certaine part du capital-actions (p. ex. 0.5% du capital-actions) ont droit à l'augmentation, ou que le montant total de l'augmentation ne peut dépasser une certaine part du montant total (p. ex. que l'augmentation totale peut représenter au maximum 10% du montant total des dividendes). Ils auraient aussi pu prévoir que l'augmentation du dividende ou du remboursement des réserves issues du capital dépend de la durée de l'inscription sur le registre des actions. Autrement dit, plus la durée de détention est élevée, plus le dividende est élevé.

Il aurait appartenu au conseil d'administration de régler les détails dans un règlement (art. 661a al. 4 P-CO 2018). Les principes de base (les décisions que doivent prendre l'assemblée générale et le conseil d'administration, les conditions du droit à l'augmentation, la désignation des ayants droit ainsi que la preuve, le début et la fin du droit) auraient dû être fixés dans les statuts (art. 661a al. 3 P-CO 2018).

D. Objectif(s) poursuivi(s)

Il ressort des discussions parlementaires que l'objectif principal poursuivi par ces propositions est d'assurer une certaine stabilité de l'entreprise en récompensant les actionnaires loyaux

notamment par un dividende plus élevé⁴². Néanmoins, le concept est apparu lors de la consultation en lien avec les actions dispo (*supra* II./A./1.). Par conséquent, elles ont, à notre sens, également pour objectif d'inciter les actionnaires à s'inscrire au registre des actions et à diminuer ainsi le nombre des actions dispo.

III. Droit comparé⁴³

A. Aperçu des différents droits

1. Droit européen

Le texte déterminant est la Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 27 mai 2017 modifiant la Directive (UE) 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires (cité : Directive UE 2017)⁴⁴.

Ainsi peut-on lire au c. 2 de la Directive UE 2017 : « La crise financière a révélé que, dans de nombreux cas, les actionnaires soutenaient une prise de risque à court terme excessive des gestionnaires. En outre, il apparaît clairement que, souvent, les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs ne suivent pas suffisamment les sociétés détenues et ne s'y engagent pas assez, et qu'ils sont trop centrés sur les rendements à court terme, ce qui peut conduire à une gouvernance d'entreprise et des performances sous-optimales ». L'idée est ainsi d'encourager l'engagement à long terme des actionnaires et d'accroître la transparence entre les sociétés et les investisseurs (c.3).

En vue d'atteindre ces objectifs, la Directive UE 2017 introduit des exigences spécifiques concernant l'identification des actionnaires, la transmission d'informations, la facilitation de l'exercice des droits des actionnaires, la transparence des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des conseillers en vote ainsi que la rémunération des dirigeants et les transactions avec des parties liées (Article 1^{er}).

Concernant l'identification des actionnaires (ce que l'on appelle en Suisse « la publicité des participations », art. 120 ss LIMF), la Directive UE 2017 impose aux sociétés cotées d'identifier leurs actionnaires qui détiennent au moins 0.5% des actions ou droits de vote (Chapitre I *bis*, Article 3 *bis*). Cela implique une obligation pour les intermédiaires de transmettre, à la demande de la société, les informations⁴⁵ concernant l'identité des actionnaires⁴⁶ (Article 3 *ter*). Il s'agit de données à caractère personnel qui doivent être protégées⁴⁷.

⁴² VOGT Hans-Ueli, ARSLAN Sibel, BO 2019 N 2385 s. Voir aussi JENTSCH, p. 268, selon qui ces actions visent à lutter contre le problème du court-termisme.

⁴³ Ce paragraphe est partiellement basé sur les bases légales étrangères reçues de l'Institut suisse de droit comparé (Avis 21-084-E du 30 septembre 2021) sur mandat de l'Office fédéral de la justice.

⁴⁴ JO UE du 20.5.17 L 132/1.

⁴⁵ Nom et coordonnées (personne physique), numéro de registre ou identifiant unique (p. ex. code IEJ) (personne morale), nombre d'actions détenues et éventuellement les classes d'actions détenues et la date de leur acquisition (c. 5).

⁴⁶ Les États membres doivent pouvoir exclure l'exigence d'identification pour les actionnaires qui ne détiennent qu'un nombre limité d'actions (c. 4).

⁴⁷ Les sociétés et intermédiaires sont autorisés à les conserver aussi longtemps que les actionnaires demeurent actionnaires. Ce contrôle étant difficile, celles-ci peuvent être conservées jusqu'à la date à laquelle ils apprennent qu'une personne a cessé d'être actionnaire et pour une durée maximale de 12 mois après en avoir eu connaissance (c. 6). Des exceptions sont prévues (p. ex. tenue appropriée de registres).

Les sociétés doivent également veiller à ce que les votes des actionnaires soient bien pris en compte et confirmer la bonne réception de ceux-ci en cas de vote électronique. Les actionnaires ont également le droit de le vérifier (c. 10).

Les autres mesures préconisées visent la transparence des investisseurs institutionnels, des gestionnaires d'actifs et des conseillers en vote (Chapitre I *ter*). Deux articles concernent au surplus le droit des actionnaires de voter sur la politique de rémunération des dirigeants (Articles 9 *bis* et 9 *ter*) et un article la transparence et l'approbation des transactions avec des parties liées (Article 9 *quater*).

Ainsi, même si l'objectif du droit européen est le même que celui visé par les mesures du Conseil national, aucune des mesures imposées par la Directive UE 2017 n'implique à l'heure actuelle pour les États membres d'accorder un privilège aux actionnaires « loyaux ».

Une telle obligation était prévue dans la Proposition UE 2014, à son art. 3 sexies bis⁴⁸ :

Soutien à l'actionariat de longue durée

Les États membres mettent en place un dispositif visant à encourager l'actionariat de longue durée et à favoriser les actionnaires de longue durée. Ils définissent la période minimale de détention à respecter pour être considéré comme actionnaire de longue durée ; cette période ne peut toutefois être inférieure à deux ans.

Le dispositif visé au premier alinéa prévoit, en faveur des actionnaires de longue durée, un ou plusieurs des avantages suivants :

- droits de vote supplémentaires ;***
- avantages fiscaux ;***
- primes de fidélité ;***
- actions à bons de fidélisation (loyalty shares).***

Elle ne figure cependant plus dans le texte final adopté le 27 mai 2017, en raison des amendements adoptés par le Parlement européen le 8 juillet 2015 à la proposition de la Commission⁴⁹.

La discussion ne semble pas pour autant être terminée. La Résolution du Parlement UE 2020 estime à son ch. 24 que la Directive sur les droits des actionnaires (soit la Directive UE 2017) devrait être modifiée afin d'encourager un comportement « patient » des actionnaires, notamment en récompensant la détention d'actions à long terme par des droits de vote et des avantages fiscaux⁵⁰.

2. Droit allemand

Le droit allemand ne connaît pas de disposition qui vise spécifiquement à récompenser les actionnaires loyaux. Un dividende de loyauté serait imaginable sur la base du § 60 al. 3 AktG⁵¹. En effet, ce paragraphe permet de prévoir dans les statuts une répartition du bénéfice, autre

⁴⁸ COM(2014)0213 final – 2014/0121(COD). Le texte proposé par la Commission se trouve dans le Rapport UE 2015 (A8-0158/2015).

⁴⁹ P8_TA(2015)0257.

⁵⁰ JO UE du 29.10.21 C 445/94.

⁵¹ BGBl. I S. 1089.

qu'en fonction de la participation au capital. Le versement d'un tel dividende ne correspond cependant pas à la pratique des sociétés allemandes⁵².

Le droit allemand interdit explicitement le droit de vote multiple (§ 12 al. 3 AktG). Le § 186 AktG ne permet pas non plus de prévoir des droits de souscription préférentiels de loyauté.

Avec l'arrivée des *Hedge Funds* sur le marché allemand dans les années 2000, la question avait été débattue au niveau politique de savoir s'il fallait prendre des mesures contre ce type d'investisseurs à court terme. Dans son Rapport 2005/2006, le *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* avait consacré un sous-chapitre à cette question⁵³. Il relève que même si, à première vue, il peut sembler plausible que des investisseurs à court terme nuisent à la stratégie à long terme de l'entreprise, cet argument ne résiste pas à l'analyse. En effet, une stratégie d'entreprise qui génère des pertes à court terme mais qui promet des profits élevés se reflète, sur des marchés efficients, dans le cours actuel de l'action, lequel tient aussi compte de bénéfices attendus de l'entreprise. Par conséquent, si la stratégie à long terme est effectivement la plus rentable, tout investisseur financier, quel que soit son horizon d'investissement, a intérêt à soutenir la stratégie à long terme⁵⁴.

3. Droit français

Par exception au principe en vertu duquel les droits attachés à chaque action sont égaux, le droit français reconnaît la possibilité de créer des actions de préférence assorties de droits particuliers⁵⁵. Ainsi, l'article L22-10-46 C. com.⁵⁶ prévoit, de par la loi, des droits de vote double pour toutes les actions entièrement libérées des sociétés cotées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire. Les sociétés peuvent déroger à ce système par l'adoption d'une clause statutaire (opt-out). Les sociétés non cotées peuvent également introduire de telles actions, mais selon un système d'opt-in régit par l'art. L225-123 C. com.

L'article L22-10-46 C. com. doit notamment être lu conjointement avec l'art. L224-124 C. com. :

Toute action convertie au porteur ou transférée en propriété perd le droit de vote double attribué en application des articles L225-123 et L22-10-46. Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai mentionné au premier alinéa de l'article L225-123 et à l'article L22-10-46. Il en est de même, sauf stipulation contraire des statuts, en cas de transfert par suite d'une fusion ou d'une scission d'une société actionnaire.

La fusion ou la scission de la société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la ou des sociétés bénéficiaires, si celles-ci en bénéficient.

⁵² DE LUCA, p. 28.

⁵³ Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, *Erfolge im Ausland – Herausforderungen im Inland, Jahresgutachten 2005/2006*, Die Rolle von Private Equity-Gesellschaften und Hedge-Fonds, p. 463 ss.

⁵⁴ Id., p. 466 s.

⁵⁵ Art. L225-147 ss et R225-136 C. com. : commissaires aux apports.

⁵⁶ Code de commerce, accessible via : «legifrance.gouv.fr» > Recherche > Codes > Code de commerce.

Les droits de vote double dans des sociétés tierces dont bénéficie la société absorbée ou la société scindée sont maintenus, en cas de fusion ou de scission, au profit de la société absorbante ou de la société bénéficiaire de la scission ou, selon le cas, au profit de la société nouvelle résultant de l'opération de fusion ou de scission.

En outre, depuis 1994, une majoration de dividendes dans la limite de 10% peut être attribuée par les statuts à tout actionnaire qui justifie, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative depuis deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date de mise en paiement du dividende (Art. L232-14 C. com.). Le taux du dividende majoré doit être fixé par l'assemblée générale extraordinaire. Dans les sociétés cotées, le nombre de titres éligibles à cette majoration ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0,5% du capital. La même majoration, aux mêmes conditions, peut être attribuée en cas de distribution d'actions gratuites. Cette majoration ne peut toutefois être attribuée avant la clôture du deuxième exercice suivant la modification des statuts.

Au vu de ce qui précède, le droit français règlemente (in-)directement certaines variantes du privilège des actionnaires à long terme telles que proposées en Suisse. La possibilité de prévoir statutairement un dividende majoré (Art. L232-14 C. com.) rejoint l'idée d'un dividende de loyauté (*Loyalitätsdividend*) et le droit de vote double peut constituer un type de droit de vote de loyauté (*Loyalitätsstimmrecht*).

4. Droit italien

L'article 127-*quater* TUF – introduit par le Decreto legislativo du 27 janvier 2010 et modifié par le Decreto legislativo du 18 juin 2012⁵⁷ – prévoit que, en dérogation à l'article 2350 al. 1 du Codice Civile⁵⁸, les statuts des sociétés cotées peuvent prévoir une majoration du dividende pour l'actionnaire qui :

- a) n'exerce pas directement ou à travers des conventions d'actionnaires une influence dominante ou notable sur la société ;
- b) participe continuellement à la société depuis une certaine période de temps, fixée dans les statuts, et non inférieure à une année (ou à la période la plus courte entre deux dates consécutives du paiement du dividende annuel).

La majoration du dividende :

- c) ne peut excéder 10% du dividende attribué à d'autres actions (de la même catégorie) ;
- d) peut bénéficier aux actionnaires qui n'ont pas de participations supérieures à 0,5% (ou au chiffre inférieur indiqué dans les statuts), ou, dans le cas de participations supérieures, détenues par personne interposée, dans les limites de ce pourcentage.

De plus, alors que le droit italien appliquait strictement le principe une action – une voix, il autorise depuis 2014^{59/60}, le droit de vote majoré (art. 127-*quinquies* TUF). Selon cet article, les statuts peuvent prévoir qu'une voix supplémentaire, jusqu'à un maximum de deux voix, peut être attribuée pour chaque action détenue par une même personne pendant une période continue d'au moins vingt-quatre mois à compter de la date d'inscription sur une liste spécifique. Dans ce cas, les statuts peuvent également prévoir que l'ayant droit au vote peut renoncer irrévocablement, en tout ou en partie, au vote majoré.

⁵⁷ GU n. 53 del 05-03-2010 – Suppl. Ordinario n. 43 ; GU Serie Generale n. 152 del 02-07-2012.

⁵⁸ GU n. 79 del 4-4-1942.

⁵⁹ Legge 11 août 2014 (GU Serie Generale n. 192 del 20-08-2014 – Suppl. Ordinario n. 72).

⁶⁰ Introduit par le Decreto-legge du 24 juin 2014 (GU Serie Generale n. 144 del 24-06-2014).

À moins que les statuts n'en disposent autrement, le droit de vote majoré :

- a) est conservé en cas de succession pour cause de décès ainsi qu'en cas de fusion et de division du détenteur des parts ;
- b) est étendu aux actions nouvellement émises en cas d'augmentation de capital conformément à l'article 2442 du Codice Civile.

Quant au ch. 4, il règle la question du sort desdites actions en cas de projet de scission ou de fusion.

5. Droit espagnol

En Espagne, la Ley 5/2021⁶¹ modifie la Ley de Sociedades de Capital (LSC)⁶² et d'autres normes financières relatives à la promotion de la participation à long terme des actionnaires dans les sociétés cotées, ainsi que la Ley 35/2003 sur les organismes de placements collectifs⁶³. Ces modifications ont été publiées le 13 avril 2021.

Un nouvel article 523 *ter* LSC autorise les actions avec vote additionnel double de loyauté sur le même modèle que le droit français (*supra* III./A./3.). Pour bénéficier de ce privilège, les actionnaires doivent s'inscrire dans un registre spécial (art. 527 *septies* LSC) et faire valoir une détention ininterrompue de deux ans à compter de la date d'inscription dans ce registre. Les statuts peuvent prolonger mais non raccourcir cette durée. La LSC précise que ces actions ne constituent pas une catégorie distincte à l'art. 523 *ter* al. 4 LSC.

Pour introduire une telle disposition statutaire, l'assemblée générale doit avoir le vote favorable d'au moins 60% du capital présent ou représenté si des actionnaires représentant 55% ou plus du total du capital souscrit avec droit de vote sont présents, et le vote favorable de 75% ou plus du capital présenté ou représenté si des actionnaires représentant 25% ou plus du capital sont présents, ce qui est en tout cas nécessaire, sans atteindre 50% (art. 527 *quater* al. 1 LSC). Les statuts peuvent augmenter les majorités et les quorums (art. 527 *quater* al. 2 LSC).

Finalement, l'article 527 *decies* LSC réglemente les transferts des actions par l'actionnaire titulaire du vote double. Le vote double de loyauté s'éteint à la suite d'une cession ou d'un transfert, direct ou indirect, par l'actionnaire du nombre d'actions, ou de la partie d'actions, auxquelles le vote double est attaché, même à titre gratuit, et à compter de la date de la cession ou du transfert (al. 1). Toutefois, et à moins que les statuts n'en disposent autrement, le vote double de loyauté bénéficie également à l'acquéreur des actions auxquelles le vote double est attaché si les actions sont transférées pour l'une des raisons suivantes (al. 2) :

- a) Succession *mortis causa*, attribution d'actions au conjoint en cas de dissolution et de liquidation de la communauté de biens, de dissolution de la communauté de biens ou d'autres formes de communauté conjugale, comme la donation entre époux, entre personnes liées par un rapport d'affectivité analogue ou entre ascendants et descendants, sauf s'il s'agit d'actionnaires de contrôle, auquel cas la qualité d'actionnaire à droit de vote double sera soumise au vote dans les conditions déterminées par les statuts.

⁶¹ [BOE-A-2021-5773](#). Elle transpose dans l'ordre juridique espagnol la Directive UE 2017.

⁶² [BOE-A-2010-10544](#).

⁶³ [BOE-A-2003-20331](#).

- b) Toute modification structurelle telles que prévues par la Ley 3/2009 sur les modifications structurelles des sociétés commerciales⁶⁴, qui se réfère à la société actionnaire titulaire des actions à vote double ou à la société émettrice des actions de loyauté, à condition que, dans ce dernier cas, la société résultant de la modification structurelle envisage dans ses statuts des actions à vote double.
- c) Transfert entre sociétés du même groupe.

Le vote de loyauté additionnel bénéficie automatiquement aux actions attribuées gratuitement à l'occasion d'augmentations de capital par rapport aux actions de vote de loyauté déjà détenues (al. 3).

L'article 527 *undecies* LSC prévoit quant à lui le cas du bénéficiaire final des actions distinct de l'actionnaire. Dans un tel cas, la propriété ininterrompue pendant la période visée à l'article 527 *ter* LSC doit uniquement être prouvée à l'égard du bénéficiaire final. Le double vote de loyauté devient caduc par tout changement du bénéficiaire effectif des actions, à l'exception des cas prévus à l'article 527 *decies* LSC.

6. Droit belge

L'article 7:53 a été modifié par la Loi du 23 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations (CSA) et portant des dispositions diverses en matière de sociétés et d'associations⁶⁵.

La Belgique a elle aussi adopté les actions à droit de vote (multiple) double en suivant l'exemple français (*supra* III./A./3.). Elle met ainsi fin au principe « une action – une voix ». Le nouveau droit des sociétés belge autorise donc les entreprises à récompenser la fidélité des actionnaires à long terme. Dans les sociétés cotées, seules les actions à droit de vote double sont permises. Le droit belge s'est certes inspiré du droit français mais applique le principe du opt-in⁶⁶.

L'introduction du droit de vote double doit être approuvé par deux tiers des votants lors de l'AG.

7. Droit américain (Delaware)

Dans l'affaire *Williams v. Geier*, la Cour suprême du Delaware a admis une recapitalisation au moyen d'actions de loyauté, considérant que l'augmentation des droits de vote des actionnaires loyaux promouvait la planification et la valeur à long terme de la société. Plus récemment, la Chancery Court du Delaware a cependant considéré que si des telles actions soutiennent l'actionnaire de contrôle (*insider*), elles ne sont conformes à la *business judgment rule* que si les administrateurs indépendants et une majorité des autres actionnaires (*outsiders*) l'approuvent⁶⁷. Or, même les sociétés cotées américaines qui ont un actionnaire de contrôle ont une part importante de leurs actions en mains de gestionnaires de fonds, tels

⁶⁴ [BOE-A-2009-5614](#).

⁶⁵ [Moniteur belge N. 75 du jeudi 4 avril 2019](#).

⁶⁶ Sur l'ensemble de ces remarques, v. BOISSEAU Laurence, La Belgique adopte les actions à droit de vote double, [LesEchos du 5 mars 2019](#) (13.6.22) ; [Eubelius Avocats Bruxelles](#), Un nouveau code des sociétés et associations : 10 pas pour faire un saut de géant, 28 février 2019 (13.6.22).

⁶⁷ *Affaire IRA Trust FBO Bobbie Ahmed v. Crane*.

que BlackRock et State Street, lesquels privilégient le principe « une action – une voix »⁶⁸. Vanguard, et pour certains marchés particuliers BlackRock, admettent plusieurs catégories d'actions, mais uniquement pour une période limitée dans le temps (*sunset provision*)⁶⁹. Par conséquent, la majorité des actionnaires externes est de facto très difficile à obtenir⁷⁰. Au surplus, les règles adoptées par les bourses permettent d'adopter des règles qui dérogent au principe une action – une voix uniquement avant la cotation, mais plus après celle-ci⁷¹.

Très peu de sociétés cotées américaines ont adopté des actions de loyauté⁷². En revanche, en 2021, 31,7% des sociétés qui sont entrées en bourse avaient plusieurs catégories d'actions, ce qui est un record depuis les années 1980⁷³. Parmi les entreprises technologiques, le pourcentage s'est même élevé à 46,2. Malgré la pression des fonds d'investissement, les sociétés américaines, surtout dans le domaine de la technologie, s'éloignent donc de plus en plus du modèle « une action – une voix ». Leur but est surtout de favoriser les fondateurs et d'offrir ainsi une certaine stabilité à la société. Pour l'atteindre, elles choisissent d'avoir plusieurs catégories d'actions plutôt que des actions de loyauté.

Une bourse axée sur une vision à long terme – The Long-Term Stock Exchange (LTSE) – a démarré ses activités en septembre 2020⁷⁴. Les sociétés qui cotent leurs actions à la LTSE sont tenues d'adopter des pratiques commerciales inclusives et durables tenant compte de leurs employés, leurs clients, leurs actionnaires et leurs communautés. En cotant leurs actions à la LTSE, les sociétés s'engagent à édicter des règlements axés sur la création de valeur à long terme (p. ex. politique à long terme en faveur des parties prenantes, stratégie à long terme, politique de rémunération axée sur le succès à long terme, engagement explicite du conseil d'administration en faveur d'une stratégie à long terme et de sa supervision, politique en faveur des investisseurs à long terme, etc.)⁷⁵. Concernant ce dernier point, les règles ne divergent pas fondamentalement de celles des autres bourses américaines. Par conséquent, des dérogations au principe « une action – une voix » ne sont en principe acceptées que si elles ont été adoptées avant la cotation⁷⁶. Fin 2021, deux sociétés technologiques étaient cotées à la LTSE⁷⁷. Les deux ont adopté des actions à droit de vote privilégié en faveur de leurs fondateurs⁷⁸.

8. Résumé

La Directive UE 2017 entend favoriser l'actionnariat à long terme. A cette fin, elle opte plutôt pour une amélioration de la transparence que pour un renforcement des droits sociaux et/ou

⁶⁸ Blackrock Investment Stewardship, Global Principles Effective as of January 2022 (13.6.22) ; State Street Global Advisors, Proxy Voting and Engagement Guidelines, North America (United States & Canada), 2022 (13.6.22)

⁶⁹ Vanguard funds, Proxy voting policy for U.S. portfolio companies, version du 1^{er} mars 2022 (13.6.22).

⁷⁰ ROE/CENZI VENEZZE, p. 496.

⁷¹ NYSE Listed Company Manual (2022), § 313.00 (13.6.22) ; Nasdaq Stock Market Listing Rules (2009), § IM-5640 (13.6.22).

⁷² ROE/CENZI VENEZZE, p. 498 ; DALLAS/BARRY, p. 577 font état d'une douzaine de sociétés.

⁷³ Pour des détails, v. RITTER.

⁷⁴ Communiqué de presse LTSE, The Long-Term Stock Exchange goes live, 9 septembre 2020 (13.6.22).

⁷⁵ Voir GREENE/BASHAW, p. 3 ss.

⁷⁶ Long-Term Stock Exchange Rule Book, § 14.413 (13.6.22).

⁷⁷ Companies listed on the Long-Term Stock exchange (13.6.22).

⁷⁸ Asana LTSE Policies, accessibles via : «investors.asana.com» > Governance (13.6.22) ; Twilio LTSE Policy, accessible via : «investors.twilio.com» > ESG Documents (20.6.22).

patrimoniaux des actionnaires de longue durée. La discussion ne semble toutefois pas terminée.

	Suisse	Allemagne	France	Espagne	Italie	Belgique ⁷⁹
Dividende de loyauté (Loyalitäts-dividende)	Proposition – dividende et remboursement des réserves majorés (art. 661a P-CO 2018)	Pas prévu explicitement, admissible (§ 60 Abs. 3 AktG)	Oui, dividende majoré (art. L232-14 C. com.)	Non	Oui, dividende majoré (art. 2350 Codice Civile ; 127-quater al. 1 TUF)	Non
Droits de vote de loyauté (Loyalitäts-stimmrechte)	Non	Non, droits de vote multiples exclus (§ 12 Abs. 2 AktG)	Oui, droits de vote double sont le système légal avec opt-out possible (art. L225-123 C. com.)	Oui, droits de vote double possibles (art. 527 <i>ter</i> ss LSC)	Oui, droits de vote double possible (art. 127-quinquies al. 1 TUF)	Oui, droits de vote double possible (art. 7:53 CSA)
Droits de souscription prioritaires de loyauté (Loyalitäts-bezugsrechte)	Proposition – droit de souscription prioritaire (art. 652 <i>b</i> ^{bis} P-CO 2018)	Non	Non	Non	Non	Non
Droits à un prix d'émission inférieur	Proposition – prix d'émission inférieur (art. 652 <i>b</i> al. 5 P-CO 2018)	Non	Non	Non	Non	Non

⁷⁹ Les Etats-Unis ne sont pas inclus car aucun État ne prévoit explicitement ce type d'actions dans une loi.

Comme le montre le tableau ci-dessus, certains États de l'UE ont choisi de permettre aux sociétés de récompenser leurs actionnaires fidèles. La plupart des pays étudiés a décidé d'octroyer aux sociétés cotées la possibilité (opt-in) d'accorder un droit de vote double aux actionnaires étant inscrits au registre des actions (ou dans un registre spécial) depuis deux ans (une année en Italie, *supra* III./A./4.) au moins. Pour les sociétés cotées, la France a fait de ce système, le système légal, avec possibilité d'opt-out. Pour le reste, les dispositions légales sont relativement similaires d'un État à l'autre. Seule la France et l'Italie prévoient d'accorder, en plus du droit de vote double, la possibilité d'un dividende majoré dans certaines limites bien définies. Sur le marché des IPO, en particulier aux États-Unis, le principe « une action – une voix » ne semble plus faire recette. Fort de ce constat, il est, à notre avis, politiquement plus facile de modifier la loi pour favoriser les actionnaires à long terme que d'introduire des actions à droit de vote privilégié ouvertement destinées à privilégier les fondateurs des sociétés ou les actionnaires majoritaires. Aucun des droits étrangers étudiés ne prévoit un droit à un prix d'émission plus favorable ou un droit de souscription prioritaire.

Pour la suite du travail, il est, à notre sens, judicieux de s'intéresser plus en détail aux deux pays qui prévoient un dividende majoré.

B. Cas français et italien

1. Cas français

a. Dividende majoré

Les dividendes majorés ont été adoptés en 1993, sans cadre législatif particulier, par quatre sociétés françaises (SEB, Air Liquide, Siparex et De Ditrich) en vue promouvoir la fidélité de leurs actionnaires⁸⁰. Le mouvement législatif a été initié par le sénateur Dailly initialement dans le but d'interdire cette pratique⁸¹. Finalement, après d'âpres débats⁸², la Loi d'encadrement du dividende majoré a été adoptée le 12 juillet 1994⁸³. Trois autres sociétés ont par la suite introduit une telle clause dans leurs statuts : Lafarge, L'Oréal et depuis 2011, EDF⁸⁴. Depuis sa fusion avec Holcim, Lafarge a abandonné cette prime de fidélité.

Quant au Crédit Agricole, il s'est vu interdire cette pratique par la Banque centrale européenne qui a confirmé l'analyse de l'Autorité bancaire européenne, selon laquelle le dividende majoré constitue une « distribution préférentielle » non conforme au règlement Capital Requirements Regulation (CRR)⁸⁵.

Le succès plutôt mitigé du dividende majoré peut s'expliquer par le fait que les sociétés qui ont des actions au porteur doivent convertir leurs titres, ce qui peut se révéler coûteux. De plus, il existe un risque d'illiquidité pour certaines sociétés, en particulier celles à faible capitalisation. L'avantage financier étant modeste, l'effet est surtout psychologique⁸⁶. Enfin,

⁸⁰ RAMADIER Sylvie, Dividende majoré : le CBV suggère un délai, LesEchos du 4 mai 1993 (13.6.22).

⁸¹ Voir le Rapport n°540 fait par M. Etienne DAILLY.

⁸² Voir le Rapport n°206 fait par M. Etienne DAILLY.

⁸³ JORF n° 0161 du 13 juillet 1994.

⁸⁴ COUËDIC Hubert, Bourse : ces sociétés qui versent un dividende majoré à leurs « petits » actionnaires fidèles, Le Revenu du 6 octobre 2019 (13.6.22).

⁸⁵ Suppression du dividende majoré par le Crédit Agricole, accessible via : « credit-agricole.com » > Finance > Communiqué de presse financier du 20 décembre 2017 (13.6.22).

⁸⁶ Sur l'ensemble de ces remarques, voir BESSES-BOUMARD Pascale, Dividende majoré : beaucoup de bruit pour rien, selon la COB, LesEchos du 5 février 1996 (13.6.22).

les investisseurs institutionnels y voient une inégalité de traitement entre actionnaires⁸⁷. Les actions de loyauté visent surtout à attirer les actionnaires individuels plutôt que les actionnaires institutionnels⁸⁸.

b. Droit de vote double

Le droit de vote plural existe en France depuis 1903 et est très répandu (plus de 50% des sociétés cotées françaises l'utilisent)⁸⁹. La Loi du 13 novembre 1933⁹⁰ qui a introduit le système du droit de vote double prévoyait que celui-ci pouvait être réservé aux actionnaires de nationalité français, puis par la suite à ceux ressortissant d'un État membre de la Communauté européenne ou d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen détenant leurs actions depuis deux ans au moins selon un système d'opt-in⁹¹. La « Loi Florange » a abandonné la distinction de nationalité et introduit un système d'opt-out, en vue de promouvoir l'orientation à long terme des actionnaires des sociétés cotées⁹². Cette loi a été adoptée en réaction à la fermeture de deux hauts fourneaux de ArcelorMittal et du licenciement de 600 personnes à Florange et avait donc également un but protectionniste⁹³. Depuis le 2 avril 2014, le droit de vote double est le système légal pour les sociétés cotées et les sociétés qui n'en veulent pas doivent le prévoir dans leurs statuts (opt-out)⁹⁴. Initialement codifié à l'article L225-123 C. com., cette disposition figure à l'**article L22-10-46** depuis le 1^{er} janvier 2021. Elle a en effet été déplacée dans le nouveau chapitre relatif aux sociétés cotées introduit dans le cadre de la mise en œuvre de la Loi PACTE⁹⁵.

L'article L22-10-46 C. com. est formulé ainsi :

Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa de l'article L225-123 sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi no 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire. Il en est de même pour le droit de vote double conféré dès leur émission aux actions nominatives attribuées gratuitement en application du deuxième alinéa.

Il renvoie donc à l'art. L225-123 C. com. selon lequel : un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

⁸⁷ COUËDIC Hubert, Bourse : ces sociétés qui versent un dividende majoré à leurs « petits » actionnaires fidèles, Le Revenu du 6 octobre 2019 (13.6.22).

⁸⁸ Concernant l'exemple d'Air Liquide, voir BURCKHARDT, p. 382.

⁸⁹ Voir l'Art. 5 du Rapport n° 1283 VALTER.

⁹⁰ Lois et décrets (version papier numérisée) n° 0266 du 15 novembre 1933, JORF n° 0266 du 15/11/1933.

⁹¹ Voir les versions de l'art. L225-123 antérieures à l'entrée en vigueur de la Loi Florange, accessibles via : « legifrance.gouv.fr » > Droit national > Codes > Code de commerce > Article L225-123 (ChronoLégi) > Versions.

⁹² JORF n° 0077 du 1^{er} avril 2014.

⁹³ Voir p. ex. JENTSCH, p. 271 ; BARRIÈRE/DE REALS, p. 279.

⁹⁴ CONAC, p. 269 s.

⁹⁵ JORF n° 0019 du 23 mai 2019. Voir l'art. 6 de l'Ordonnance n°2020-1142 (JORF n° 0027 du 27 septembre 2020).

Le passage d'un système d'opt-in à un système d'opt-out a permis d'étudier l'impact de l'introduction d'actions à droit de vote double sur les sociétés cotées. Ainsi, Bourveau/Brochet/Garel se sont penchés sur la question⁹⁶. Ils sont arrivés à la conclusion que l'adoption des droits de vote double a conduit en France, premièrement, à une diminution de l'actionnariat institutionnel étranger à long terme, compensée par une augmentation de l'actionnariat des initiés/familles. Deuxièmement, les sociétés qui n'ont pas fait d'opt-out par suite de l'adoption de la Loi Florange affichent des performances inférieures en termes de rendement boursier par rapport à celles qui ont procédé à l'opt-out. Troisièmement, les performances environnementales et sociales de ces sociétés ne se sont pas améliorées. Les auteurs mettent dès lors en doute le bien-fondé de la règle du double vote en tant que mécanisme de gouvernance d'entreprise.

Une autre étude, un peu plus ancienne, menée par Becht/Kamisarenka/Pajuste arrive cependant à la conclusion que ce changement législatif n'a pas eu de véritable impact sur la valeur des sociétés⁹⁷. Selon cette étude, la Loi Florange n'a pas engendré un vrai changement puisque la plupart des sociétés a conservé le système qu'elle avait adopté lors de son entrée en bourse. Ainsi, les seules sociétés qui avaient choisi le système « une action – une voix » dès leur entrée en bourse qui n'ont pas fait un opt-out sont celles dans lesquelles l'État disposait d'une minorité de blocage. Cette étude semble donc confirmer l'allégation selon laquelle la modification du système imposée par la Loi Florange a surtout servi à l'État pour réaliser une partie de ses participations (dans EDF-GDF, Suez, Orange, Air France-KLM et Renault) sans perdre son influence au sein des dites sociétés⁹⁸.

Enfin, selon le rapport de la Banque de France, la détention des actions par des investisseurs étrangers a diminué en France depuis 2014 (environ 43% à fin 2013 contre 37% fin 2019), alors qu'elle a augmenté dans d'autres pays européens⁹⁹. En comparaison à fin 2019, les actionnaires étrangers détenaient 49% des actions cotées en Italie, 52% en Espagne, 57% en Allemagne, 65% au Royaume-Uni¹⁰⁰. La Loi Florange n'a ainsi certainement pas contribué à attirer les investisseurs étrangers, bien qu'elle ait abandonné la distinction de nationalité (devenue désuète). Ce n'était du reste pas son but, bien au contraire¹⁰¹. Par conséquent, la Loi Florange a partiellement atteint son but de protéger le marché français. Elle ne semble en revanche pas avoir contribué à promouvoir une gouvernance plus durable des sociétés cotées.

2. Cas italien

a. Dividende majoré

L'art. 127-*quater* TUF autorisant les sociétés à adopter une disposition statutaire accordant un dividende majoré aux actionnaires loyaux a été introduit en 2010 (*supra* III./A.4). Il visait à mettre en œuvre la Directive (UE) 2007/36/CE du 11 juillet 2007 (modifiée à ce jour par la Directive UE 2017 [*supra* III./A./1.]) et à encourager l'actionnariat à long terme dans les sociétés. Des doutes ont été émis concernant la capacité du dividende majoré à atteindre cet objectif¹⁰². Une étude

⁹⁶ BOURVEAU/BROCHET/GAREL, p. 1 ss ; FRANÇOIS, p. 284.

⁹⁷ BECHT/KAMISARENKA/PAJUSTE, p. 473 ss.

⁹⁸ MOSCA, p. 13 s; PARGENDLER, p. 8 ss. Voir aussi Analyse, Suffrages et naufrages – Les droits de vote multiples sont à double tranchant pour les minoritaires, *LesEchos* du 3 avril 2015 (13.6.22).

⁹⁹ Bulletin de la Banque de France 231/4 – septembre-octobre 2020, La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2019 et début 2020, accessible via : «banque-france.fr» > Publications > Bulletins > 2020 > n° 231 : article 4.

¹⁰⁰ Ibid.

¹⁰¹ Voir l'Art. 5 du *Rapport n° 1283 VALTER*.

¹⁰² RICHTER, p. 89 ss.

empirique n'est pas possible, puisque, à notre connaissance, aucune société n'a introduit un tel dividende.

Les actions à dividende majoré ne constituent pas une catégorie spéciale. Le droit est ainsi attaché à l'actionnaire, mais non à l'action¹⁰³. Plusieurs difficultés ont été soulevées¹⁰⁴. La première concerne le fait qu'il est difficile, mais pas impossible, de quantifier le dividende distribuable aux actionnaires, puisque celui-ci dépend d'une condition liée à l'actionnaire, laquelle varie dans le temps. La seconde le fait que le droit est conçu comme un droit des minoritaires et qu'il y a donc peu de chance qu'il soit introduit par l'actionnaire majoritaire, à moins que celui-ci veuille convaincre les minoritaires de ne pas offrir leurs titres dans une OPA hostile.

Du point de vue rationnel, les problèmes suivants ont été soulevés en lien avec l'introduction d'un dividende majoré¹⁰⁵ :

- a) celui-ci peut induire un certain désintérêt pour la gestion des portefeuilles d'actions, incitant les actionnaires à compter sur le rendement supplémentaire de l'investissement en actions résultant du non-mouvement de celles-ci ; c'est-à-dire de ne pas suivre la performance de l'investissement et de manquer des opportunités de gains sur le marché ;
- b) il constitue une limitation de la circulation des actions et entrave leur affectation la plus efficace et le bon fonctionnement du vote en tant qu'outil d'amélioration de la gouvernance de l'entreprise ;
- c) il réduit les possibilités d'OPA, compromettant l'efficacité du marché du contrôle ;
- d) il est discriminatoire à l'égard des actionnaires en pénalisant les actionnaires de contrôle et les actionnaires qualifiés, y compris les investisseurs institutionnels, qui devraient au contraire, selon la directive communautaire, avoir un poids plus important dans les assemblées d'actionnaires ;
- e) également du point de vue de l'État « collecteur d'impôts », il incite à ne pas négocier les participations et réduit donc les possibilités de réclamer un impôt sur les plus-values.

b. Droit de vote double

Le droit de vote double est autorisé depuis 2014 (*supra* III./A./4.). Cette modification législative a été introduite en réaction à la décision de Chrysler-Fiat de transférer en 2014 son siège de l'Italie aux Pays-Bas¹⁰⁶. Un des arguments avancés pour justifier ce transfert a été la possibilité offerte par les Pays-Bas de prévoir des droits de vote multiples¹⁰⁷. Le droit de vote double visait au surplus à attirer plus de sociétés sur le marché boursier italien (accroître le nombre d'IPO)¹⁰⁸. La concurrence entre les États semble en effet s'accroître ces dernières années et le fait que de nombreuses sociétés du domaine digital aient adopté différentes catégories d'actions au

¹⁰³ CUGNASCO, p. 926.

¹⁰⁴ DE LUCA, p. 33.

¹⁰⁵ RICHTER, p. 89 ss.

¹⁰⁶ MOSCA, p. 253.

¹⁰⁷ Ibid.

¹⁰⁸ VENTORUZZO, p. 9.

moment de la cotation (Google, LinkedIn, Facebook, Alibaba Group, Snap, Dropbox, Zoom) peut également jouer un rôle¹⁰⁹.

En janvier 2022, 68 des 498 sociétés cotées à la bourse (si on inclut Euronext Growth Milan) avaient adopté de telles actions¹¹⁰. Néanmoins, ce sont surtout les sociétés ayant un actionnaire de contrôle qui ont fait ce pas et non celles qui avaient un actionnariat dispersé¹¹¹.

IV. Analyse

A. Contexte de la discussion

1. *Évolution de la notion de Corporate governance*

La décennie 1990 a été marquée en Europe par l'apparition et la généralisation des codes, principes et recommandations en matière de *Corporate governance*¹¹². Après la débâcle de Swissair, la Suisse a suivi le mouvement avec l'adoption en 2002 du Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise par Economiesuisse et l'adoption de la Directive Corporate Governance par la SIX Swiss Exchange¹¹³.

La théorie de l'agence était à la base de ce mouvement. Fondée sur le constat qu'il existe dans les sociétés cotées une séparation entre la propriété et le contrôle, le mouvement visait à aligner les intérêts de la direction avec ceux des actionnaires¹¹⁴. Ces théories ont trouvé un terrain favorable, tout d'abord dans les pays anglo-saxons, en raison de faillites retentissantes qui ont conduit à la dissolution du mythe de l'harmonie d'intérêts entre actionnaires et dirigeants et de la montée en puissance des fonds gérés collectivement¹¹⁵. Le Code suisse de bonne pratique de 2002 définissait la Corporate governance comme : « l'ensemble des principes qui, tout en maintenant la capacité de décision et l'efficacité, vise à instaurer au plus haut niveau de l'entreprise, dans l'intérêt des actionnaires [nous mettons en évidence], la transparence et un rapport équilibré entre les tâches de direction et de contrôle »¹¹⁶. L'adoption par le peuple et les cantons de l'initiative Minder s'inscrit dans ce mouvement¹¹⁷. La conséquence fut l'adoption de l'ORAb le 20 novembre 2013, puis notamment des nouveaux art. 734 ss CO qui entreront en vigueur le 1^{er} janvier 2023¹¹⁸. Ainsi, les droits des actionnaires ont été renforcés au détriment des pouvoirs du conseil d'administration¹¹⁹. Les actionnaires ont ainsi l'obligation d'élire individuellement et annuellement les membres du conseil d'administration des sociétés cotées (art. 4 ORAb qui sera remplacé par l'art. 710 al. 1 CO le 1^{er} janvier 2023). De plus, les investisseurs institutions

¹⁰⁹ YAN, p. 8.

¹¹⁰ Voir Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari (« consob.it ») > Area pubblica > Soggetti e mercati > Società quotate (24.3.22) ; Borsa italiana (« borsaitaliana.it ») > Chi siamo > Analisi e Statistiche > Statistiche Storiche > Indicatori (24.3.22).

¹¹¹ ROE/CENZI VENEZZE, p. 493 s. Dans le même sens, BAJO/BARBI/BIGELLI/CORCI, p. 4 s.

¹¹² CHABLOZ, N 21.

¹¹³ Pour plus de détails, v. CHABLOZ, N 136 ss.

¹¹⁴ BERLE/MEANS, *passim* ; JENSEN/MECKLING, p. 305 ss.

¹¹⁵ CHABLOZ, N 20.

¹¹⁶ Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise (*corporate governance*), economiesuisse 2002, ch. 2.2 (cité : CCG).

¹¹⁷ Initiative populaire fédérale «Contre les rémunérations abusives» acceptée le 3 mars 2013, RO 2013 1303.

¹¹⁸ Révision du droit de la SA.

¹¹⁹ BLANC, p. 314 ; BÖCKLI, Hammer, p. 28 s.

de prévoyance soumises à la LFLP se sont vus imposer une obligation de vote et de transparence (art. 22 s. ORAb qui seront remplacés par les art. 71a s. LPP le 1^{er} janvier 2023).

En voulant aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, le législateur est peut-être allé trop loin. En effet, se pose désormais la question de savoir si l'intérêt à long terme de la société correspond à l'intérêt des actionnaires (à court terme)¹²⁰. En matière de gouvernance d'entreprise, l'objectif de la maximisation actionnariale tend à être remplacé par l'objectif de la prospérité à long terme de l'entreprise. Ainsi, les principes pour l'investissement responsable soutenus par les Nations unies mettent l'accent sur une gestion durable de la société¹²¹ ; il en va de même des principes adoptés par l'OCDE¹²². La pression sur les entreprises cotées pour qu'elles adoptent un comportement socialement responsable a fortement augmenté, comme l'a montré l'initiative sur les multinationales responsables¹²³. Le plan d'action RSE révisé 2020-2023 adopté par le Conseil fédéral le 15 janvier 2020¹²⁴, confirme son engagement en faveur d'une conduite responsable des entreprises. Le Code suisse de bonne pratique reflète également cette évolution. Sa version de 2016 indique que le gouvernement d'entreprise désigne l'ensemble des principes axés sur la poursuite d'intérêts durables des entreprises et non plus de l'intérêt des actionnaires¹²⁵. Une société cotée ne peut à l'heure actuelle ignorer que son activité a un impact social et environnemental. Si elle n'en tient pas compte, cela peut avoir des conséquences négatives à long terme sur sa rentabilité. Par conséquent, l'évolution sociale conduit à modifier l'arbitrage des intérêts et à favoriser une vision à long terme de la profitabilité de l'entreprise¹²⁶.

Du point de vue théorique, la « Stakeholder Theory » fait ainsi son grand retour. Selon cette théorie, les dirigeants sont les garants des intérêts de toutes les parties prenantes et non pas uniquement des actionnaires¹²⁷. Selon Freeman, tout groupe ou individu qui peut influencer ou être affecté par l'atteinte des objectifs de l'organisation doit être considéré comme étant une partie prenante de l'entreprise¹²⁸. Les parties prenantes sont par exemple les contribuables, les clients, les créanciers, les fournisseurs, les travailleurs, l'environnement. Tous assument un risque lié aux activités de l'entreprise et tous doivent donc également en tirer un bénéfice¹²⁹. La Stakeholder Theory est basée sur la prémisse selon laquelle une prise en compte d'une plus large palette de parties prenantes est garante de la survie à long terme de l'entreprise¹³⁰.

2. Volonté de favoriser les actionnaires à long terme

¹²⁰ Dans ce sens, v. GAREL/DENIAUD/VERMEILLE, p. 81 ss.

¹²¹ Nations Unies, Principes pour l'investissement responsable (PIR), 2021 (13.6.22).

¹²² Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales, 25 mai 2011 (13.6.22).

¹²³ Arrêté fédéral relatif à l'initiative populaire «Entreprises responsables – pour protéger l'être humain et l'environnement», FF 2020 5343.

¹²⁴ Position et plan d'action du Conseil fédéral concernant la responsabilité des entreprises à l'égard de la société et de l'environnement, État de la mise en œuvre 2017-2019 et plan d'action 2020-2023, 15 janvier 2020, disponible via : « seco.admin.ch » > Économie extérieure et Coopération économique > Relations économiques > Développement durable et conduite responsable des entreprises > RSE > RSE – Position et plan d'action du Conseil fédéral (13.6.22).

¹²⁵ Voir CCG (n. 116).

¹²⁶ PETITPIERRE-SAUVAIN, p. 437.

¹²⁷ Dans ce sens, v. ROSE, p. 135 s. Pour plus de détails, v. NERI-CASTRACANE, p. 80 ss.

¹²⁸ Ibid.

¹²⁹ ROSE, p. 59.

¹³⁰ Voir p. ex. POST/PRESTON/SACHS, *passim*.

a. Hypothèse de base

La volonté d'encourager les actionnaires à s'engager durablement au sein de l'entreprise repose sur l'idée que les actionnaires avec une stratégie d'investissement à court terme ont un impact négatif sur la gestion (durable) de l'entreprise (problème du court-termisme). Ainsi, selon le c. 2 de la Directive UE 2017 (*supra* III./A./1.) : « la crise financière a révélé que, dans de nombreux cas, les actionnaires soutenaient une prise de risque à court terme excessive des gestionnaires ». Dans le même sens, les discussions au Parlement suisse indiquent que la volonté de récompenser les actionnaires loyaux a pour but de garantir à l'entreprise une certaine stabilité (*supra* II./B.). L'idée là-dedans est la suivante : mettre en place une politique alignée sur les objectifs de développement durable peut avoir un coût et impacter la performance à court terme, d'où l'importance pour les dirigeants de pouvoir compter sur un noyau d'actionnaires fidèles.

b. Vérification empirique

Concernant la durée de détention des actions, celle-ci a tendance à se raccourcir. En 2015, elle était située aux alentours des 12 mois¹³¹. Elle s'est probablement raccourcie depuis. En effet, selon les statistiques de la World Federation of Exchanges, elle était de 7 mois en 2020 (contre 4 mois en 2008 durant la crise financière et 10 ans en 1980)¹³². A la bourse de New-York, elle est maintenant de 5,5 mois. Ce constat s'expliquerait surtout par le développement technologique (beaucoup plus de transactions peuvent maintenant être réalisées à moindre coût, y compris le développement du trading à haute fréquence)^{133/134}. En soi, cette évolution est positive puisque la liquidité des titres s'est nettement accrue.

L'arrivée des actionnaires spéculatifs sur le marché est considérée par certains auteurs comme étant le véritable facteur à la base du problème du court-termisme¹³⁵. Les actionnaires spéculatifs auraient en effet peu d'intérêt à soutenir le développement à long terme de la société et mettraient la pression sur les dirigeants pour qu'ils favorisent les intérêts à court terme de la société¹³⁶. Selon le rapport de BSS ledit problème est empiriquement avéré¹³⁷. La critique est également souvent faite que la publication trimestrielle des résultats aurait une incidence négative sur la valeur à long terme des sociétés¹³⁸. Dans l'Union européenne (où il n'y a pas d'obligation de publier les résultats trimestriels), une étude récente n'a pas permis d'établir un lien entre publication trimestrielle et valeur des sociétés à long terme¹³⁹. Ce qui est certain, c'est que la pression du marché n'est pas le seul facteur influençant une stratégie

¹³¹ DAENIKER, p. 142 qui cite la NZZ du 19 novembre 2013.

¹³² Bundeszentrale für politische Bildung (bpb), Aktienbestand und Aktienhandel, 1^{er} septembre 2021, accessible via : « bpb.de » > kurz&knapp > Zahlen & Fakten > Globalisierung > Finanzmärkte > Aktien (13.6.22).

¹³³ A noter que le trading à haute fréquence est en recul, notamment en raison de sa réglementation par la LIMF (art. 30 et 45) en Suisse, MIFID II (art. 17 et 48) en Europe, et [FINRA rule 3110](#) aux États-Unis.

¹³⁴ Voir LU.

¹³⁵ BOLTON/SAMAMA, p. 86 ss.

¹³⁶ Pour une présentation détaillée du problème, voir MEYER/SURI/HEUBERGER, p. 7 ss.

¹³⁷ Ibid.

¹³⁸ Les présidents Donald Trump et Barak Obama avaient notamment critiqué l'obligation américaine des rapports trimestriels. Pour plus de détails, v. Chris ISIDORE/Cristina ALESCI, President Trump asks SEC to study abolishing quarterly earnings reports, [CNN – 17 août 2018](#) (13.6.22).

¹³⁹ MALGORZATA/PIELOCH-BABIARZ/SAJNÓG, p. 1 ss.

à court terme des dirigeants. La rémunération en actions des dirigeants ou des contrats de travail à court terme jouent eux aussi un rôle¹⁴⁰.

En conclusion, même s'il semble empiriquement démontré que les actionnaires spéculatifs ont un impact négatif sur la gestion durable des sociétés cotées, ce n'est certainement pas l'unique facteur qui conduit certains dirigeants à favoriser une stratégie à court terme¹⁴¹. Enfin, il faut noter qu'en France, un impact positif des actions de loyauté (double droit de vote) sur la gestion à long terme des sociétés n'a pas pu être établi (voir p. ex. *supra* II./B./1./b. et les études liées à l'adoption de la Loi Florange).

c. Vérification logique

En droit suisse, l'établissement de la stratégie fait partie des compétences inaliénables et intransmissibles du conseil d'administration (art. 716a ch. 1 CO) et il en assume donc seul la responsabilité (la *business judgment rule* lui garantit une certaine marge de manœuvre). D'un point de vue purement juridique, il n'existe pas de « bons » ou de « mauvais » actionnaires. Il existe uniquement des actionnaires, à savoir des personnes qui ont libéré le capital (acquisition primaire) ou qui ont acquis une ou des actions (acquisition secondaire). Un actionnaire qui ne soutient pas la stratégie choisie peut soit vendre ses actions (*exit*), soit exprimer son mécontentement par son vote à l'assemblée générale (*voice*), notamment en ne réalisant par les membres du conseil d'administration.

L'introduction d'actions de loyauté peut éventuellement attirer des actionnaires ayant une stratégie d'investissement à long terme. De tels actionnaires devraient effectivement avoir un intérêt à ce que la société soit profitable à long terme. A contrario, comme cela a été relevé dans la discussion en Allemagne (*supra* III./A./2.), ce n'est pas parce qu'un investisseur a une stratégie d'investissement à court terme qu'il ne va pas soutenir la stratégie qui, à long terme, sera la plus profitable. En effet, celle-ci se reflétera en principe positivement sur le cours de bourse¹⁴². Pour cela, il faut cependant que les marchés disposent des informations nécessaires. Partant, d'un point de vue purement logique, et afin de favoriser une gestion à long terme des entreprises, il semble préférable d'améliorer la transparence sur les questions non-financières et de promouvoir la finance durable plutôt que de discriminer les actionnaires ayant une stratégie de placement à court terme¹⁴³.

En tous les cas, seules les sociétés qui ont un actionnariat dispersé devraient avoir un intérêt à adopter des actions de loyauté dans le but de stabiliser leur actionnariat. Or, les cas français et italiens (*supra* II./B.) montrent que ce sont surtout les sociétés dominées par un actionnaire de contrôle qui en font usage. Par conséquent, il n'est pas exclu que ces actions servent d'instrument pour favoriser l'actionnaire majoritaire au détriment des minoritaires¹⁴⁴.

3. Actionnariat des sociétés cotées suisses

¹⁴⁰ SAPPIDEEN, p. 412 ss.

¹⁴¹ D'avis que les études tendent plutôt en faveur des actionnaires à long terme pour le développement d'une stratégie à long terme, voir BURCKHARDT, p. 376 s. Pour des détails, v. GAREL/DENIAUD/VERMEILLE, p. 1 ss.

¹⁴² Dans le même sens GAREL/DENIAUD/VERMEILLE, p. 1 ss.

¹⁴³ Pour un état des lieux sur les développements en matière de finance durable, voir EGGEN, p. 698 ss.

¹⁴⁴ Dans le même sens, JENTSCH, p. 276.

Théoriquement, seules les sociétés avec un actionnariat dispersé ont un intérêt à stabiliser leur actionnariat. Au vu de ce constat, il est important de se pencher sur la structure de l'actionnariat des sociétés cotées dans le monde et en Suisse.

Selon un rapport publié par l'OCDE en 2019, sur les 41'000 sociétés cotées dans le monde, plus de la moitié est détenue par les investisseurs institutionnels et le secteur public¹⁴⁵. Les investisseurs institutionnels détiennent 41% de la capitalisation boursière mondiale, dont la majeure partie sous forme d'indexation passive. 14% de la capitalisation boursière mondiale est détenue par le secteur public. Dans la moitié des sociétés cotées en bourse, les trois plus grands actionnaires détiennent plus de 50% du capital. Comme le relève le rapport précité, cela peut aider à surmonter le « prétendu » problème principal-agent, mais peut également augmenter les possibilités d'abus à l'égard des actionnaires minoritaires.

Fin 2020, la Suisse comptait 233 sociétés cotées pour une capitalisation boursière de 1'933'137 USD-Millions¹⁴⁶. A cette même période, un peu plus de 20% des sociétés cotées suisses étaient dominées (plus de 50%) par un seul actionnaire, et 40% des sociétés par leurs trois plus grands actionnaires¹⁴⁷. Si l'on tient compte des 20 plus grands actionnaires, le pourcentage s'élève à 60¹⁴⁸. Si l'on place le contrôle à 33 1/3% des droits de vote (et non à 50%), plus de 50% des sociétés sont contrôlées par un actionnaire et près de 90% par leurs cinq principaux actionnaires¹⁴⁹. Néanmoins, seule 32,5% de la capitalisation boursière appartient à des sociétés où un actionnaire détient 33 1/3% des droits de vote (ceci s'explique par la capitalisation boursière très importante de Nestlé SA et Novartis SA qui ont toutes deux un actionnariat dispersé)¹⁵⁰. Les actionnaires institutionnels détenaient 33% de la capitalisation boursière suisse¹⁵¹.

En conclusion, l'actionnariat des sociétés cotées suisses est concentré et non pas dispersé, comme le laisse supposer la discussion théorique ci-dessus¹⁵². Dans ces sociétés, le problème est donc davantage un problème de protection des minoritaires que de pouvoir compter sur un actionnariat stable. Par conséquent, il convient d'accorder une importance particulière à la protection des actionnaires minoritaires. Ce constat est d'autant plus important que, concernant la protection des minoritaires, la Suisse est classée au rang 105 des 190 pays dans le rapport 2020 de la Banque mondiale¹⁵³.

B. Possibilités de récompenser les actionnaires « fidèles » selon le droit de la SA (révisé)

Avant d'examiner les conséquences possibles des propositions du CN (*supra* II./C.), il est important de questionner les moyens dont les sociétés disposent déjà aujourd'hui pour récompenser leurs actionnaires fidèles.

¹⁴⁵ Voir DE LA CRUZ/MEDINA/TANG.

¹⁴⁶ OECD Corporate Governance Factbook 2021, p. 29 (cité : OECD Factbook).

¹⁴⁷ Id., p. 25 et 29.

¹⁴⁸ Id., p. 26.

¹⁴⁹ PHILIPPE, p. 23 s.

¹⁵⁰ Id., p. 25 s.

¹⁵¹ OECD Factbook (n. 147), p. 29.

¹⁵² Concernant le biais existant dans le débat concernant actuellement la corporate governance, voir PHILIPPE, p. 115 ss.

¹⁵³ World Bank Group, Doing Business 2020 – Comparing Business Regulation in 190 Economies, Economy Profile Switzerland, p. 3 (13.6.22).

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

L'art. 693 CO prévoit que « les statuts peuvent déclarer que le droit de vote sera exercé proportionnellement au nombre des actions de chaque actionnaire sans égard à leur valeur nominale, de telle sorte que chaque action donne droit à une voix ». Cette disposition permet de déroger au principe du vote strictement proportionnel au montant du capital détenu. Elle permet la création d'actions à droit de vote privilégié (*Stimmrechtsaktien*), c'est-à-dire d'actions qui ont des valeurs nominales différentes, mais qui donnent droit chacune à une voix. L'art. 693 al. 2 CO prescrit que la valeur nominale des actions à droit de vote privilégié ne saurait être inférieure à dix fois celle des autres actions. En Suisse, dans l'hypothèse la plus extrême, il est donc possible pour un actionnaire de posséder un peu moins de dix pourcents du capital pour bénéficier de la majorité des droits de vote¹⁵⁴. La détermination du droit de vote proportionnellement au nombre d'actions ne s'applique cependant pas à certaines décisions importantes pour la protection des actionnaires minoritaires (art. 693 al. 2 CO). De plus, l'introduction d'une telle clause dans les statuts nécessite la majorité qualifiée des voix représentées (art. 704 al. 1 ch. 2 CO).

Si la possibilité offerte par le droit suisse va nettement au-delà droit de vote double octroyé par les droits étrangers (*supra* III./B./1./b et 2./b.), elle ne permet pas d'accorder un droit de vote multiple aux actionnaires détenant leurs actions pour une certaine durée minimum. En effet, au sein d'une même catégorie, le droit suisse n'autorise pas à favoriser certains actionnaires par rapport à d'autres en ce qui concerne les droits sociaux et patrimoniaux¹⁵⁵. Le droit suisse permet actuellement de rattacher des privilèges uniquement aux actions, mais non aux actionnaires¹⁵⁶. L'introduction des actions de loyauté représenterait donc un changement de paradigme.

2. Actions privilégiées (art. 654 CO)

L'assemblée générale peut introduire dans les statuts de la société une clause prévoyant des actions privilégiées ou convertissant des actions existantes en actions privilégiées (art. 654 al. 1 CO). Les avantages peuvent notamment s'étendre aux dividendes, avec ou sans droit aux dividendes supplémentaires, à la part de liquidation ou au droit préférentiel de souscription en cas d'émissions futures (art. 656 al. 2 CO). Là aussi, les privilèges sont liés à l'action et non à l'actionnaire.

3. Options de loyauté (cas Michelin)

En 1991, Michelin France a restructuré ses activités, ce qui a entraîné une diminution des dividendes¹⁵⁷. Les actionnaires qui ont vu leur dividende réduit ont reçu des options (relation 1:10 par rapport à leur participation). Les options pouvaient être exercées pendant 4 ans. Leur prix d'exercice était fixé à FFr. 200 alors que le cours au moment de leur émission était de FFr. 115. Il était également convenu que les actionnaires qui ne se sépareraient pas de leurs

¹⁵⁴ Pour un exemple chiffré, v. PETER/JACQUEMET, p. 181.

¹⁵⁵ BÖCKLI, § 12 N 510 s. ; DAENIKER, p. 162 ; JUNG, p. 119. D'avis que des actions de loyauté sont déjà possibles selon le droit actuel, FORSTMOSER, p. 179.

¹⁵⁶ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 41 N 29 ; ZK-BAHAR/PEYER, art. 654–656 OR N 3.

¹⁵⁷ DAENIKER, p. 154.

actions jusqu'à fin 1993 obtiendraient une option supplémentaire (toujours dans la relation 1:10). Les actionnaires qui ont conservé leurs actions ont fait une bonne affaire car pendant plus de la moitié de la période d'exercice de l'option, le cours était supérieur à FFr. 200. Ces options de loyauté ont été introduites sans qu'une base légale spécifique n'existe en droit français.

Nous partageons l'avis de Daeniker, selon lequel de telles options sont déjà admissibles en droit suisse, sans qu'il ne soit nécessaire de modifier la loi¹⁵⁸. En effet, le conseil d'administration peut tout à fait conditionner l'exercice d'un droit d'option à une durée de détention des actions.

4. Actions nominatives liées (art. 685d CO) avec seuil de fidélité

Le droit suisse autorise les sociétés cotées à introduire dans leurs statuts une clause d'agrément, c'est-à-dire une limite en pour-cent au-delà de laquelle, la société peut refuser d'inscrire l'acquéreur d'actions nominatives dans le registre des actions (art. 685d CO – actions nominatives liées). L'acquéreur ne pourra alors pas exercer les droits sociaux attachés aux actions non inscrites ; en revanche, il pourra toucher le dividende (art. 685f CO)

Daeniker propose d'utiliser les actions nominatives liées pour récompenser les actionnaires fidèles. Ainsi, les actionnaires qui seraient inscrits depuis plus de deux ans au registre des actions pourraient bénéficier d'une limite de pourcentage supérieure¹⁵⁹. Une limite de pourcentage serait ainsi prévue pour tous les actionnaires et celle-ci pourrait augmenter en fonction de la durée de la détention des titres. Une telle solution est conforme au droit en vigueur¹⁶⁰, mais n'a à notre connaissance jamais été utilisée.

5. Conclusions

La Suisse a un régime très libéral s'agissant de la question de privilégier certaines catégories d'actionnaires. Ainsi, de tels privilèges peuvent concerner aussi bien les droits sociaux que les droits patrimoniaux des actionnaires. Leur introduction doit néanmoins se faire par l'adoption de différentes catégories d'actions. La doctrine majoritaire est en effet d'avis qu'il n'est pas possible, selon le droit actuel, d'introduire des privilèges au sein d'une même catégorie d'actions. En revanche, des droits d'option de loyauté et des actions nominatives liées avec seuil de fidélité sont aujourd'hui déjà admissibles.

L'introduction d'actions à droit de vote double n'est donc pas nécessaire pour renforcer la compétitivité du marché suisse des IPO (*supra* II./D.). Des actions à droit de vote privilégié sont déjà possibles pour favoriser le(s) fondateur(s) et assurer une certaine stabilité à l'entreprise. Les sociétés cotées suisses disposent également de suffisamment de moyens pour faire face à d'éventuelles OPA hostiles (notamment les actions nominatives liées).

¹⁵⁸ Id., p. 163 s.

¹⁵⁹ Id., p. 165.

¹⁶⁰ DAENIKER, p. 165 ; JENTSCH, p. 273.

C. Conséquences des propositions du CN

1. Sur la protection des actionnaires minoritaires

Dans les propositions du CN, tant la majoration du dividende ou des réserves issues du capital devant être remboursées (art. 661a P-CO 2018) que le droit de priorité pour la souscription d'actions (art. 652b^{bis} et 653t al. 1 ch. 7^{bis} P-CO 2018) et d'options (art. 653b al. 1 ch. 4^{bis} et 4^{ter} et 653t al. 1 ch. 9^{bis} et 9^{ter} P-CO 2018) ou le droit d'émission inférieur (art. 650 al. 2 ch. 3^{bis}, 653b al. 1 ch. 4^{ter} et 653t al. 1 ch. 8^{bis} et 9^{ter} P-CO 2018) ne sont pas légalement limités aux « petits actionnaires ».

Certes, les statuts pourraient prévoir que seules des personnes détenant une participation ne dépassant pas une certaine limite peuvent faire partie des ayants-droits (art. 652b^{bis} al. 3 et 661a P-CO 2018), mais une telle limitation n'est pas obligatoire. Par conséquent, rien n'empêcherait, au moins en théorie, une société contrôlée par un ou plusieurs actionnaires de faire profiter également (surtout) les actionnaires de contrôle de ces privilèges. Les seules limites obligatoires sont les suivantes : le droit de priorité peut s'élever à maximum 20% du capital-actions nouvellement créé et le prix d'émission peut être de 20% inférieur au plus et le dividende de 20% supérieur au plus.

A titre illustratif, imaginons qu'une société décide d'une augmentation de capital de CHF 3'000'000, par l'émission de 30'000 actions à CHF 100. Le prix d'émission est fixé à CHF 500. L'actionnaire majoritaire dispose d'une participation de 20%, et 10% des autres actionnaires sont inscrits au registre depuis plus de deux ans. Cela signifie que jusqu'à 20% des actions (6'000 actions) peuvent être réservées pour le droit de priorité, et que le prix d'émission peut être au minimum de CHF 400. Autrement dit, l'actionnaire majoritaire pourra acquérir au maximum 4'000¹⁶¹ actions à un prix minimum de CHF 400 et il conservera son droit de souscription préférentiel à CHF 500 concernant les 24'000 actions restantes (il pourra donc acquérir en plus jusqu'à 4800 actions à CHF 500). Les actionnaires qui sont inscrits depuis moins de deux ans pourront quant à eux acquérir le reste des actions pour un prix d'émission de CHF 500. La différence est donc, dans cet exemple, très conséquente.

Pour introduire de telles actions, la majorité qualifiée de l'art. 704 CO serait nécessaire. Cela signifie que la décision devrait recueillir au moins les deux tiers des voix attribuées aux actions représentées et la majorité des valeurs nominales représentées. Une telle majorité n'offre souvent pas une protection suffisante aux actionnaires minoritaires (*outsiders*) dans les sociétés à actionnariat concentré. Le législateur italien a reconnu le problème, puisqu'il prévoit que seul un actionnaire qui n'exerce pas directement ou à travers des conventions d'actionnaires une influence dominante ou notable sur la société peut bénéficier d'une majoration de son dividende (en plus de la limite de participation à maximum 0,5%) (*supra* III./B./a.). En tous les cas, il faudrait ajouter une exception à l'al. 3 de l'art. 693 CO. Ainsi, la détermination du droit de vote proportionnellement au nombre d'actions ne s'appliquerait pas pour l'introduction des actions de loyauté.

Comme on l'a vu (*supra* IV./A./3.), la Suisse est classée par la Banque mondiale au rang 105 concernant la protection des minoritaires. Ce genre de classement est inéluctablement discutable. Il est cependant fort à parier que la Suisse perdrait encore, et à raison, quelques rangs en permettant l'introduction de tels privilèges sans obligatoirement les limiter aux

¹⁶¹ 20% de 30'000 actions = 6'000 actions. Ces actions doivent être réparties entre l'actionnaire majoritaire (2/3) et les autres actionnaires loyaux (1/3).

« petits actionnaires ». Au surplus, un problème pourrait également survenir dans les sociétés qui ont une clause d'agrément dans leurs statuts (art. 685d CO), si la limite en pourcentage ne correspond pas à la participation pouvant bénéficier du privilège. L'actionnaire qui se verrait refuser l'inscription au registre ne pourrait pas bénéficier du privilège patrimonial pour l'ensemble de sa participation, au contraire de celui-ci dont l'inscription serait exceptionnellement admise.

Pour résoudre ces problèmes, une solution pourrait être de prévoir une limite maximale dans la loi comme en France ou en Italie (*supra* III./B.). En revanche, cela nous semble discriminer l'actionnaire de contrôle de prévoir, comme le droit italien, qu'il ne peut pas en profiter jusqu'à cette limite.

2. Sur l'égalité de traitement des actionnaires

Les dispositions légales telles que proposées par le CN autorisent un traitement différencié des actionnaires d'une même catégorie quant à leurs droits patrimoniaux. Cela représente une dérogation importante au principe selon lequel les droits patrimoniaux des actionnaires dépendent de la participation au capital-actions (art. 661 et 652b CO)¹⁶². Böckli est par exemple d'avis, qu'à moins d'une dérogation expresse prévue par la loi, toute décision qui violerait ce principe serait nulle¹⁶³. Avant d'adopter des règles qui dérogent à ce principe cardinal du droit des sociétés, le législateur doit donc se poser la question de savoir ces règles sont aptes et proportionnées à atteindre les buts recherchés (favoriser les actionnaires ayant une stratégie d'investissement durable et remédier au problème des actions dispo).

A notre sens, le droit de priorité ainsi que le droit d'obtenir un prix d'émission inférieur de 20% introduisent une inégalité de traitement qui n'est pas apte à atteindre le but recherché¹⁶⁴. Pourquoi un actionnaire devrait-il investir dans une société ou garder sa participation dans l'éventualité d'une augmentation de capital ? Au surplus, le privilège financier peut être très important, si l'actionnaire de contrôle peut également en bénéficier (*supra* II./C./1.). Enfin, il est peu probable que les sociétés qui ont un actionnariat dispersé adoptent de telles règles, au risque de contrarier les investisseurs étrangers.

En ce qui concerne le dividende majoré, la règle proposée par le CN qui autorise un dividende supérieur de 20% sans fixer de limite obligatoire à la participation va également beaucoup plus loin que les règles françaises et italiennes (10% qui peut profiter au maximum à une participation de 0.5%). Au surplus, le risque existe que ces règles servent surtout à favoriser les actionnaires de contrôle (captifs) plutôt qu'à récompenser les actionnaires ayant une stratégie d'investissement durable¹⁶⁵.

Telle que formulée, la règle risque également de discriminer l'actionnaire de contrôle (s'il n'a pas une participation suffisante pour s'opposer à son adoption). En effet, l'art. 661a al. 3 P-CO 2018 indique que : « Les statuts peuvent prévoir que seules les personnes ne dépassant pas une certaine part du capital-actions ont droit à l'augmentation ». Or, à moins que la règle ait uniquement pour objectif d'inciter les actionnaires à s'annoncer, on ne voit pas pourquoi l'actionnaire qui aurait une participation qui dépasserait la limite (3%, art. 120 LIMF) ne

¹⁶² BÖCKLI, § 12 N 510 s. ; DAENIKER, p. 162 ; JUNG, p. 119.

¹⁶³ BÖCKLI, § 12 N 511. D'avis que des actions de loyauté sont déjà possibles selon le droit actuel, FORSTMOSER, p. 179.

¹⁶⁴ Dans le même sens, JENTSCH, p. 278.

¹⁶⁵ D'avis que les dividendes majorés ne présentent pas de risque, JENTSCH, p. 276.

pourrait pas du tout en profiter. Ainsi, le droit français prévoit que : « Dans les sociétés cotées, le nombre de titres éligibles à cette majorité ne peut excéder, pour un même actionnaire, 0,5% du capital » (*supra* III./B./1./a.).

A noter qu'une fois que les règles autorisant des régimes différenciés au sein d'une même catégorie d'actions auront été introduites dans la loi, un juge ne pourra quasiment plus considérer une règle statutaire introduisant un tel régime comme contraire à l'égalité de traitement¹⁶⁶.

3. Sur la transparence

En ce qui concerne la transparence, la société devrait indiquer clairement dans la convocation à l'AG le dividende proposé par action ainsi que le montant du dividende majoré¹⁶⁷. Cela ne semble pas poser de problème particulier en France (*supra* III./B./1./a.)¹⁶⁸.

Au moment de la décision, l'assemblée générale ne connaîtra néanmoins pas le montant total du dividende qui sera versé aux actionnaires. En effet, à ce moment précis, le nombre d'actions qui bénéficieront du dividende majoré ne sera pas connu, car seuls les actionnaires qui rempliront la condition au moment du paiement pourront logiquement en bénéficier¹⁶⁹. Par conséquent, la transparence sera ostensiblement réduite.

4. Sur le transfert et la valeur des actions

Les actions de loyauté ont pour but d'attirer les investisseurs ayant une stratégie d'investissement à long terme. Par conséquent, si elles atteignent leur but, il en résulte logiquement une diminution du nombre de transactions sur les titres et donc de la liquidité des titres.

Partant du principe que seules des sociétés dont les titres sont liquides devraient avoir intérêt à introduire de telles actions, la perte de liquidité ne devrait pas constituer un problème important¹⁷⁰. Dans ce sens, une étude indique que l'introduction par Air Liquide et Lafarge d'un dividende majoré n'a pas eu de grande influence sur la liquidité des titres¹⁷¹. Par conséquent, on peut certainement aussi en déduire que cela n'a pas eu d'incidence majeure sur la valeur des titres.

Cette conclusion doit néanmoins être relativisée concernant le modèle proposé par le Conseil national qui ne limite pas les privilèges à 0.5% et prévoit une majoration maximum de 20% (contre 10% au maximum en France et en Italie). Sans cette limitation et avec un dividende majoré de 20%, il est très probable que la liquidité et la valeur du titre en souffrent. De même, si une société augmente son capital et fait bénéficier les actionnaires « loyaux » d'un prix d'émission de 20% inférieur, cela aura forcément une incidence sur le cours de bourse.

¹⁶⁶ Dans le même sens, JUNG, p. 118 s.

¹⁶⁷ Voir p. ex. la convocation à l'AG d'Air Liquide, disponible via : «airliquide.com» > Actionnaires individuels > Assemblées Générales précédentes > 2021 (13.6.22).

¹⁶⁸ Du même avis, voir BURCKHARDT, p. 385.

¹⁶⁹ Pour un aperçu détaillé de la problématique, voir RICHTER, p. 95 ss.

¹⁷⁰ Dans le même sens, BOLTON/SAMAMA, p. 93.

¹⁷¹ TALI/DE GRAAF, p. 139 ss.

Enfin, il ne peut pas être exclu que les investisseurs étrangers renoncent à investir dans des sociétés qui adopteraient de tels privilèges.

5. Sur la société faisant l'objet d'un assainissement ou d'une succession

Une société en difficultés financières peinera à convaincre de nouveaux investisseurs, si elle favorise les anciens investisseurs à leur détriment¹⁷². Par conséquent, elle sera bien avisée de supprimer ces privilèges de ses statuts. Pour ce faire, il faudra également obtenir la majorité qualifiée de l'art. 704 CO, ce qui ne posera en principe pas de problème. Néanmoins, pour éviter toute difficulté (surtout si le régime retenu est celui proposé par le CN), le législateur devrait prévoir que les privilèges tombent *ex lege* lorsque la société est en situation de perte de capital selon le nouvel art. 725a CO qui entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2023 (actuel art. 725 al. 1 CO).

Le cas de Michelin (*supra* IV./B./3.) montre en revanche que les actions de loyauté pourraient éventuellement permettre d'attirer de nouveaux investisseurs et de les inciter à investir à long terme. JENTSCH propose dans ce cas de renoncer à la durée minimale de détention¹⁷³. A notre sens, il est très peu probable qu'une société en difficultés financières verse des dividendes peu après la levée des nouveaux capitaux. Par conséquent, seuls des actionnaires disposés à investir à long terme devraient être attirés par un dividende majoré.

En ce qui concerne les situations de fusions, de scissions ainsi que de successions, il pourrait être utile de clarifier comme en droit français et italien (*supra* III./B.) que celles-ci sont sans effet sur les privilèges, même si cela ressort probablement déjà du droit actuel des fusions et des successions.

6. Besoin des sociétés et praticabilité

Tant le problème des actions dispo que celui de la stabilisation de l'actionnariat ne concernent que les sociétés cotées. Par conséquent, la possibilité d'introduire des privilèges patrimoniaux devrait être clairement limitée à ces sociétés.

De lege lata, les sociétés cotées suisses pourraient déjà distribuer des options à leurs actionnaires et conditionner leur exercice au fait que l'actionnaire conserve sa participation pour une durée déterminée¹⁷⁴. Aucune société n'a cependant, à notre connaissance, proposé de telles options à ces actionnaires. Par conséquent, il n'est pas certain que cet instrument réponde à un réel besoin des sociétés¹⁷⁵.

En ce qui concerne la praticabilité, l'introduction d'actions de loyauté poserait des problèmes similaires à ceux rencontrés ou soulevés en France et en Italie :

- seules les sociétés qui ont des actions nominatives pourront introduire des actions de loyauté. Par conséquent, une société cotée disposant d'actions au porteur devra tout d'abord convertir ses actions en actions nominatives.

¹⁷² D'avis qu'elles ne sont pas problématiques, voir BURCKHARDT, p. 386.

¹⁷³ JENTSCH, p. 277.

¹⁷⁴ DAENIKER, p. 163 s.

¹⁷⁵ A ce propos, MEYER/SURI/HEUBERGER, p. 25 ss.

- les sociétés dont les actions sont également cotées auprès d'une bourse étrangère (p. ex. ABB, Crédit Suisse, Novartis et UBS) où de telles actions ne sont pas autorisées ou plus autorisées après la cotation (*supra* III./A./7.) ne les introduiront pas¹⁷⁶.
- la preuve de la détention durable des actions pourra s'avérer délicate selon les constellations, en particulier en cas de détention fiduciaire des actions. Pour éviter tout abus, la société sera bien avisée d'introduire en même temps une clause statutaire. Cette clause lui permettra de refuser un acquéreur lorsque, malgré sa demande, celui-ci n'a pas déclaré expressément qu'il a acquis les actions en son propre nom et pour son propre compte, qu'aucun contrat sur la reprise ou la restitution desdites actions n'a été conçu et qu'il supporte le risque économique lié aux actions (voir le nouvel art. 685d al. 2 CO qui entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2023).

Au vu des problèmes rencontrés par le Crédit agricole en France (*supra* III./B./1./a.), il faudrait également que les Banques s'assurent qu'un tel régime soit compatible avec la réglementation bancaire avant d'introduire de telles actions.

V. Alternatives possibles

A. Ne rien faire

Concernant le but de stabilisation de l'actionnariat, la plupart des sociétés cotées suisses a un actionnariat concentré et ce problème ne se pose donc pas. En revanche, la protection des minoritaires est le vrai défi pour ces sociétés. Leur offrir la possibilité d'introduire des actions de loyauté en sus des actions privilégiées et à droit de vote privilégié risque d'affaiblir encore la position des minoritaires et de réduire inutilement la liquidité des titres¹⁷⁷. Les quelques sociétés à actionnariat dispersé (qui représentent tout de même une capitalisation boursière importante) bénéficient déjà aujourd'hui de la possibilité de récompenser les actionnaires fidèles en leur offrant des actions gratuites. Or, à notre connaissance, aucune ne le fait. On peut donc douter qu'il y ait un véritable intérêt de la part des sociétés. De plus, il sera difficile pour de telles sociétés de convaincre une majorité d'actionnaire d'introduire de tels privilèges.

Si l'on suit l'avis du Conseil fédéral en vertu duquel les actions dispo peuvent être : « une concession de la négociabilité souhaitée des actions nominatives cotées en bourse et au secret de la clientèle bancaire »¹⁷⁸, il n'est pas non plus nécessaire de légiférer pour résoudre ce problème.

B. Dividendes et remboursement des réserves majorés

1. Première variante (en lien avec le problème des actions dispo)

Les actions dispo soulèvent tout de même certains problèmes¹⁷⁹. Les actions de loyauté pourraient, à condition d'être pensées dans ce but, éventuellement contribuer à réduire leur nombre¹⁸⁰. Un droit de priorité et un droit d'émission inférieur en cas d'augmentation de capital amènent une discrimination qui n'est pas apte à atteindre le but recherché. En revanche, un

¹⁷⁶ Id., p. 26.

¹⁷⁷ JENTSCH, p. 276.

¹⁷⁸ Message 2016, p. 400.

¹⁷⁹ Message 2016, p. 398.

¹⁸⁰ JENTSCH, p. 276.

droit majoré au dividende et au remboursement des réserves seraient éventuellement imaginables, s'ils sont contenus dans certaines limites.

Ainsi, la limite de 0,5% prévue par les droits étrangers correspond au premier seuil défini par la directive européenne pour la publicité des participations (*supra* III./A./1.). En comparaison, le droit suisse prévoit un premier seuil à 3% (art. 120 LIMF). Par conséquent, si l'on souhaite que les actions de loyauté jouent un rôle pour résoudre le problème des actions dispo, il faudrait aligner les seuils de publicité des participations avec le pourcentage d'actions pouvant bénéficier de droits patrimoniaux majorés. Deux alternatives sont dès lors envisageables : abaisser le seuil de l'art. 120 LIMF à 0,5% comme dans l'Union européenne et fixer le seuil de participation à 0,5% (comme en France et en Italie), ou prévoir un seuil maximal de 3% pour la participation pouvant bénéficier des privilèges patrimoniaux. Au surplus, on pourrait reprendre la limite posée par les droits français et italiens selon laquelle la majoration du dividende et du remboursement des réserves ne devrait pas dépasser 10% (*supra* III./B.).

Il faudrait également régler le problème de l'actionnaire fiduciaire, du sort des actions en cas de fusion, scission et succession ainsi qu'en situation d'assainissement. Comme dans la proposition du CN, la majorité de l'art. 704 CO s'appliquerait pour l'introduction de ses actions. Au surplus, il faudrait prévoir que la détermination du droit de vote proportionnellement au nombre d'actions ne s'applique pas pour l'introduction des actions de loyauté (en ajoutant une exception à l'art. 693 al. 3 CO).

Cette variante pourrait ainsi être formulée comme suit :

Dans les sociétés cotées, une majoration jusqu'à 10% du dividende peut être attribuée par les statuts à tout actionnaire qui justifie, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative au registre des actions ininterrompue de deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date de mise en paiement du dividende. Le nombre de titres éligibles à cette majoration ne peut excéder, pour un même actionnaire, 3% (variante 0,5% en cas de modification de l'art. 120 LIMF) du capital. La même mesure peut s'appliquer au remboursement des réserves issues du capital.

A moins que les statuts n'en disposent autrement, les dividendes et les remboursements de réserve majorés sont maintenus en cas de succession pour cause de mort ainsi qu'en cas de fusion et de scission.

A moins que les statuts n'en disposent autrement, les privilèges tombent lorsque la société est en situation de perte de capital.

Autres modifications législatives :

Ajouter ce cas à la liste l'art. 704 CO (majorité qualifiée) et à celle de l'art. 693 al. 3 CO.

Clause à ajouter dans les statuts : La société peut refuser d'inscrire au registre des actions l'actionnaire qui n'a pas déclaré expressément qu'il a acquis les actions en son propre nom et pour son propre compte, qu'aucun contrat sur la reprise ou la restitution desdites actions n'a été conçu et qu'il supporte le risque économique lié aux actions.

2. Seconde variante

A la condition que les droits des actionnaires minoritaires soient suffisamment garantis, on pourrait également adopter une vision plus libérale et laisser aux sociétés le soin de fixer la limite de participation éligible à cette majoration. Une véritable protection des minoritaires impliquerait alors de soumettre la modification des statuts à une double majorité de l'AG et

des actionnaires minoritaires, selon le modèle du Delaware (*supra* III./A./7.)¹⁸¹. Une telle solution n'est pas totalement étrangère au système du droit suisse des sociétés cotées. En effet, dans sa décision Advanced Digital Broadcast Holdings AG, la Commission des OPA a considéré que l'introduction d'une clause d'opting-out/up (art. 125 al. 3 et 4 et 135 al. 1 LIMF) dans les statuts est présumée ne pas porter préjudice aux actionnaires au sens de l'art. 706 CO, lorsqu'elle a été approuvée par la majorité des minoritaires¹⁸². Lorsqu'il existe un actionnaire de contrôle, il n'est en effet pas garanti que l'intérêt de la majorité corresponde bien à l'intérêt de la société, puisqu'à priori une telle société n'a pas besoin de stabiliser son actionnariat. L'avantage de cette solution est qu'un double vote n'est pas nécessaire dans les sociétés à actionnariat dispersé. Dès lors, celles-ci pourraient introduire des primes de fidélité à la majorité simple de l'art. 703 CO. Comme ce sont ces sociétés qui ont besoin de stabiliser leur actionnariat et que le problème majoritaire/minoritaire ne se pose pas, il n'y a, dans ce cas, pas de raison de compliquer leur introduction. Le risque qu'une telle disposition soit introduite dans les statuts au moment de la cotation déjà existe, mais aura alors un effet direct sur la valeur et le placement des titres.

Cette variante pourrait être formulée ainsi :

Dans les sociétés cotées, une majoration jusqu'à 10% du dividende peut être attribuée par les statuts à tout actionnaire qui justifie, à la clôture de l'exercice, d'une inscription nominative au registre des actions ininterrompue de deux ans au moins et du maintien de celle-ci à la date de mise en paiement du dividende. La même mesure peut s'appliquer au remboursement des réserves issues du capital.

Les statuts peuvent prévoir que seules les personnes ne dépassant pas une certaine part du capital-actions ont droit à l'augmentation ou que le montant total de l'augmentation ne peut dépasser une certaine part du montant total. Ils peuvent aussi prévoir que l'augmentation du dividende ou des réserves issues du capital devant être remboursées dépend de la durée de l'inscription sur le registre des actions.

A moins que les statuts n'en disposent autrement, les dividendes et les remboursements de réserve majorés sont maintenus en cas de succession pour cause de mort ainsi qu'en cas de fusion et de scission.

A moins que les statuts n'en disposent autrement, les privilèges tombent lorsque la société est en situation de perte de capital.

Une double majorité des actionnaires représentés à l'assemblée générale et des actionnaires représentés qui ne disposent pas d'une majorité de contrôle est nécessaire pour adopter une telle clause dans les statuts après la cotation.

Clause à ajouter dans les statuts : La société peut refuser d'inscrire au registre des actions l'actionnaire qui n'a pas déclaré expressément qu'il a acquis les actions en son propre nom et pour son propre compte, qu'aucun contrat sur la reprise ou la restitution desdites actions n'a été conçu et qu'il supporte le risque économique lié aux actions.

¹⁸¹ Sur la comparaison avec la double majorité de l'art. 704 CO, voir PHILIPPE, p. 246 ss.

¹⁸² Décision COPA 518/01 du 11 octobre 2012, Advanced Digital Broadcast Holdings AG, c. 12 ss.

C. Droit de vote double ?

Les pays européens qui ont décidé de permettre aux sociétés de récompenser leurs actionnaires fidèles l'ont fait, en principe, en introduisant la possibilité d'un droit de vote double (*supra* III./B.). Les études menées en lien avec l'introduction légale d'un droit de vote double en France, avec système d'opt-out (Loi Florange) n'ont pas permis de démontrer un impact positif sur la gestion durable des sociétés qui les ont adoptées. La Loi Florange avait du reste plutôt un objectif protectionniste. Dans les faits, cette loi semble avoir servi à l'actionnaire de contrôle (en particulier l'Etat) pour réaliser une partie de sa participation sans perdre sa majorité. Les actions à droit de vote double peuvent également servir d'arme anti-OPA¹⁸³ ou alors permettre à certains Etats de s'éloigner du principe « one share – one vote » qui n'est plus vendeur sur le marché des IPO.

Le droit suisse autorise les actions à droit de vote privilégié (dans un rapport 1:10) et par conséquent le marché boursier suisse ne souffre pas d'un désavantage concurrentiel à ce niveau. De plus, le système des actions nominatives liées permet d'empêcher une prise de contrôle qui ne serait pas voulue par une majorité des actionnaires. Si le législateur suisse devait tout de même adopter des actions à droit de vote double, il serait à notre sens impératif de le proposer comme alternative aux actions à droit de vote privilégié. Il ne devrait en effet pas être possible de cumuler des actions de loyauté avec des actions à droit de vote privilégié. Autrement dit, une solution pourrait être de laisser aux sociétés le choix entre des actions à droit de vote privilégié ou des actions à droit de vote double. Une grande différence réside dans le fait que le droit de vote double ne peut être transmis et s'éteint donc automatiquement lorsque l'actionnaire de contrôle cède sa participation (sauf exceptions). Tel n'est pas le cas des privilèges attachés à une catégorie d'actions.

L'adoption d'action à droit de vote double pourrait éventuellement réduire le nombre d'actions dispo. On peut néanmoins douter qu'un actionnaire qui ne voit pas l'intérêt d'exercer son droit de vote soit incité à s'inscrire en raison d'un potentiel double droit de vote qui lui serait attribué après deux ans.

¹⁸³ Dans le même sens, v. BARRIÈRE/DE REALS, p. 279 ss.

Annexe

Dispositions adoptées par le Conseil national lors de la session d'été 2018

Art. 650 al. 2 ch. 3^{bis} P-CO 2018

« en cas de prix d'émission inférieur pour certains actionnaires (art. 652b, al. 5) : le prix d'émission et les conditions de son octroi, la désignation des ayants droit et la preuve, ainsi que le début et la fin, de la légitimation ou alors l'autorisation donnée au conseil d'administration d'arrêter ces éléments, étant entendu que la proportion entre le prix d'émission inférieur et le prix d'émission demandé aux autres actionnaires est de toute façon décidée par l'assemblée générale ; »

Art. 650 al. 2 ch. 9^{bis} P-CO 2018

« si un droit de priorité est octroyé : le montant global nominal, ou le cas échéant le montant global nominal maximal des actions nouvellement émises que les actionnaires concernés peuvent acquérir, ainsi que les modalités de ce droit et les conséquences si les personnes concernées n'en font pas usage ; »

Art. 652b Titre marginal P-CO 2018

« 4. Droit de souscription préférentiel et prix d'émission »

Art. 652b al. 5 P-CO 2018

« Pour les propriétaires d'actions qui sont inscrits depuis deux ans au moins comme actionnaires avec droit de vote dans le registre des actions, un prix d'émission inférieur de 20% au plus peut être fixé ».

Art. 652b^{bis} P-CO 2018 d. Droit de priorité

« ¹ Les statuts peuvent prévoir que les propriétaires d'actions inscrits depuis au moins deux ans au registre des actions en tant qu'actionnaires disposant du droit de vote ont globalement le droit d'acquérir jusqu'à 20 % du capital-actions nouvellement créé qui ne fait l'objet d'aucune décision de l'assemblée générale visant à supprimer ou à limiter le droit de souscription préférentiel.

² Les statuts énoncent les principes de base. Ils règlent en particulier les décisions de l'assemblée générale qui s'imposent, les conditions à remplir pour bénéficier du droit en question, la définition des ayants-droits, la preuve à apporter pour faire valoir son droit et la période durant laquelle le droit peut être exercé (date de début et date de fin).

³ Les statuts peuvent prévoir que seules des personnes détenant un capital-actions ne dépassant pas une certaine limite peuvent faire partie des ayants-droits. »

Art. 652e ch. 4 P-CO 2018

« de l'application de la décision de l'assemblée générale, en particulier quant à la limitation ou à la suppression du droit de souscription préférentiel et quant au sort des droits de souscription préférentiels non exercés ou supprimés ainsi que quant à l'octroi d'un droit de priorité. »

Art. 652f al. 2 P-CO 2018

« ... n'est pas augmenté en vue d'une reprise de biens, que les droits de souscription préférentiels ne sont ni limités ni supprimés et qu'aucun droit de priorité n'est octroyé. »

Art. 653b al. 1 ch. 4^{bis} et 4^{ter} P-CO 2018

« 4^{bis}. le droit de priorité de certains actionnaires et les données visées à l'art. 652b^{bis} lorsque des droits d'option sont accordés aux actionnaires;

4^{ter}. l'autorisation donnée au conseil d'administration de fixer des conditions préférentielles pour certains actionnaires en ce qui concerne les droits d'option (art. 652b, al. 5) et la proportion entre un prix d'option inférieur et le prix d'option demandé aux actionnaires. »

Art. 653c al. 1 P-CO 2018

« Les dispositions régissant le droit de souscription préférentiel, le droit de priorité et le prix d'émission en cas d'augmentation ordinaire s'appliquent par analogie ... »

Art. 653f al. 1 ch. 7^{bis}, 8^{bis}, 9^{bis}, 9^{ter} P-CO 2018

« 7^{bis}. l'octroi d'un droit de priorité et les données selon l'art. 652b^{bis};

8^{bis}. l'autorisation donnée au conseil d'administration de fixer un prix d'émission inférieur pour certains actionnaires (art. 652b, al. 5) et la proportion entre le prix d'émission inférieur et le prix d'émission demandé aux autres actionnaires;

9^{bis}. l'octroi d'un droit de priorité lorsque des droits d'option sont accordés aux actionnaires et les données visées à l'art. 652b^{bis};

9^{ter}. l'autorisation donnée au conseil d'administration de fixer des conditions préférentielles pour certains actionnaires en ce qui concerne les droits d'option (art. 652b, al. 5) et la proportion entre un prix d'option inférieur et le prix d'option demandé aux autres actionnaires ».

Art. 661a P-CO 2018 III. Augmentation du dividende ou des réserves issues du capital devant être remboursées

« ¹ Les statuts peuvent prévoir qu'un dividende jusqu'à 20 % plus élevé est distribué sur les actions dont le propriétaire est inscrit en tant qu'actionnaire disposant du droit de vote sur le registre des actions depuis au moins deux ans. La même mesure peut être prévue pour le remboursement de réserves issues du capital.

² Les statuts fixent les principes. Ils règlent notamment les décisions que doivent prendre l'assemblée générale et le conseil d'administration, les conditions du droit à l'augmentation, la désignation des ayants droit ainsi que la preuve, le début et la fin du droit.

³ Les statuts peuvent prévoir que seules les personnes ne dépassant pas une certaine part du capital-actions ont droit à l'augmentation ou que le montant total de l'augmentation ne peut dépasser une certaine part du montant total. Ils peuvent aussi prévoir que l'augmentation du dividende ou des réserves issues du capital devant être remboursées dépend de la durée de l'inscription sur le registre des actions.

⁴ Le conseil d'administration règle les détails dans un règlement. Il permet aux actionnaires d'accéder à ce règlement. »

Art. 704 al. 1 ch. 4, 8^{bis} et 8^{ter} P-CO 2018

« 4. pour la limitation ou la suppression du droit de souscription préférentiel ou pour l'octroi d'un droit de priorité;

8^{bis}. Pour les dispositions des statuts concernant le versement d'un dividende plus élevé ou d'un remboursement plus élevé de réserves issues du capital ;

8^{ter}. pour l'introduction dans les statuts de dispositions relatives à l'octroi d'un droit de priorité; »

Bibliographie

Les ouvrages et articles sont cités par le nom de leurs auteurs, exception faites des commentaires où nous avons indiqué le mode usuel de citation. Lorsque plusieurs publications d'un même auteur sont mentionnées dans la bibliographie, un mode de citation est indiqué entre parenthèses.

BAHAR Rashid/PEYER Martin, art. 654–656 OR, in : Handschin Lukas (édit.), Die Aktiengesellschaft (Art. 620-659b OR), Zürcher Kommentar – Obligationenrecht, Zurich 2016 (cité : ZK-BAHAR/PEYER, art. 654-656 N).

BAJO Emanuele/BARBI Massimiliano/BIGELLI Marco/CORCI Ettore, Bolstering Family Control: Evidence from Loyalty Shares, European Corporate Governance Institute (ECGI) Working Paper Series in Finance – Working Paper N° 619/2019, avril 2020 (SSRN: 3428887).

BARRIÈRE François/DE REALS Charles, La loi Florange : une loi anti-OPA ?, Revue des sociétés 2014, p. 279 ss.

BECHT Marco/KAMISARENKA Yuliya/PAJUSTE Anete, Loyalty Shares with Tenure Voting – Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment, Journal of Law and Economics, Vol. 63 Issue 3, août 2020, p. 473 ss.

BERLE Adolf A./MEANS Gardiner C., The Modern Corporation and Private Property, New York 1933.

BLANC Mathieu, Corporate Governance et liberté d'organisation, RSDA 3/2021 p. 308 ss.

BÖCKLI Peter, Die Schweizer Verwaltungsräte zwischen Hammer und Amboss, RSJ 106/2010 p. 25 ss (cité : BÖCKLI, Hammer).

BÖCKLI Peter, Schweizer Aktienrecht, 4^e éd., Zurich/Bâle/Genève 2009 (cité : BÖCKLI, § N).

BOLTON Patrick/SAMAMA Frédéric, Loyalty-Shares: Rewarding Long-term Investors, Summer 2013, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 25 (3), 2013, p. 86 ss (SSRN: 2371482).

BOURVEAU Thomas/BROCHET François/GAREL Alexandre, The Capital Market Consequences of Tenure-Based Voting Rights: Evidence from the Florange Act, avril 2021 (SSRN: 3324237).

BURCKHARDT Christoph, Loyalitätsaktien im Rahmen der Aktienrechtsrevision, in : Müller Matthias P.A./Forrer Lucas/Zuur Floris (édit.), Das Aktienrecht im Wandel – Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt, Zurich/St-Gall 2020, p. 367 ss.

CHABLOZ Isabelle, Actionnaires dans les sociétés cotées : actions légales et gouvernance, thèse d'habilitation Fribourg, Genève/Zurich/Bâle 2012.

CONAC Pierre-Henri, Obligation pour les sociétés cotées d'instaurer des droits de vote double sauf vote contraire, Revue des sociétés 2014, p. 269 s.

CUGNASCO Roberto, La maggioranza del dividendo nella società quotate, Rivista del diritto commerciale 2011, p. 921 ss.

DAENIKER Daniel, Loyalitätsaktien – Postulat oder Rechtswirklichkeit?, in : Tschäni Rudolf (édit.), Europa Institut Zürich (EulZ) Band 160 – Mergers & Acquisitions XVII, Zurich/Bâle/Genève 2015, p. 139 ss.

DALLAS Lynne/BARRY Jordan M., Long-term Shareholders and Time-Phased Voting, 40 Delaware Journal of Corporate Law 541 (2015), p. 541 ss (SSRN: 2625926).

DE LA CRUZ A./MEDINA A./TANG Y., Owners of the World's Listed Companies, OCDE Capital Markets Series, Paris 2019.

DE LUCA Nicola, Premi di fedeltà ed eguaglianza tra azionisti: riflessioni sull'art. 127-quater t.u.f., Rivista di Diritto Societario 2012, p. 23 ss.

EGGEN Mirjam, Grüne Finanzprodukte – Eine finanzmarktrechtliche Standortbestimmung, RSDA 6/2021 p. 698 ss.

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

FORSTMOSER Peter/MEIER-HAYOZ Arthur/NOBEL Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Berne 1996.

FRANÇOIS Bénédicte, Inefficacité des droits de vote double de la loi « Florange » ?, Revue des sociétés 2019, p. 284 s.

FREEMAN R. Edward, Strategic Management: A Stakeholder Approach, Boston 1984.

GAREL Alexandre/DENIAUD Cyril/VERMEILLE Sophie, Réflexions sur le court-termisme de certains dirigeants et actionnaires de sociétés cotées : la généralisation des droits de vote double est-elle une réponse adaptée ?, Revue trimestrielle de droit financier 2014, p. 81 ss.

GREENE Michelle/BASHAW Jeff, Building for Generations: Foundations of the LTSE Listing Principles, Working Paper, juillet 2020, accessible via : «https://longtermstockexchange.com/static/principals_for_lt_success_white_paper-52e153e1e0be49bd178f74475f274ef0.pdf.» (20.6.22).

JENSEN Michael C./MECKLING William H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol. 3 (4), octobre 1976, p. 305 ss.

JENTSCH Valentin, Loyalitätsaktien, Bestandsaufnahme und Zukunftsperspektiven, RSJ 6/2022 p. 267 ss.

JUNG Peter, Loyalitäts- und Aktivitätsprämien für Publikumsaktionäre – Ein kritischer Rechtsvergleich, ZVglRWiss 2/2021 p. 104 ss.

LU Marcus, Long-term investing: what are the reasons behind its decline?, World Economic Forum (WEF), 17 décembre 2021, accessible via : «<https://www.weforum.org/agenda/2021/12/long-term-investing-decline/>» (20.6.22).

MALGORZATA Janicka/PIELOCH-BABIARZ Aleksandra/SAJNÓG Artur, Does Short-Termism Influence the Market Value of Companies? Evidence from EU Countries, *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 13 (11), 2020.

MEYER Niclas/SURI Mirjam/HEUBERGER Philia, RFA Auswirkungen von Loyalitätsaktien, BSS Volkswirtschaftliche Beratung, Bâle, 29 juin 2022.

MOSCA Chiara, Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law, *Bocconi Legal Studies Research Paper* N° 3299513, 11 décembre 2018 (SSRN: 3299513).

NERI-CASTRACANE Giulia, Les règles de gouvernance d'entreprise comme moyen de promotion de la responsabilité sociale de l'entreprise : réflexions sur le droit suisse dans une perspective internationale, thèse, Genève 2016.

PARGENDLER Mariana, The Grip of Nationalism on Corporate Law, *European Corporate Governance Institute (ECGI) Working Paper Series in Law – Working Paper* N° 437/2019, janvier 2019 (SSRN: 3144451).

PETER Henry/JACQUEMET Guillaume, Modalités et limites des privilèges concessibles aux actionnaires et fondateurs, in : Schmid Jürg (édit.), *Gesellschaftsrecht und Notar / La société au fil du temps*, Zurich 2016, p. 171 ss.

PETITPIERRE-SAUVAIN Anne, La gestion sociale et environnementale, un devoir des dirigeants sociaux, in : Trigo Trindade Rita/Bahar Rashid/Neri-Castracane Giulia (édit.), *Vers les sommets du droit – Liber amicorum pour Henry Peter*, Zurich 2019, p. 427 ss.

PHILIPPE Arnaud, Droit des sociétés cotées à l'actionnaire concentré, Enjeux, gouvernance et perspective, thèse Genève, Genève/Zurich/Bâle 2021.

POST James E./PRESTON Lee E./SACHS Sybille, *Redefining The Corporation, Stakeholder Management and Organizational Wealth*, Stanford 2002.

RICHTER, Stella Jr. M., I troppi problemi del dividendo maggiorato, *Rivista del diritto commerciale* 2011, p. 89 ss.

ITTER Jay R., Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2021, *Warrington College of Business – Dual Class IPOs*, selon la mise à jour du 18 mai 2022, accessible ici : « <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Dual-Class.pdf> » (20.6.22).

ROE Mark J./CENZI VENEZZE Federico, Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, *The Business Lawyer*, Vol. 76/2, printemps 2021, p. 467 ss.

ROSE Jeremy J., *Responsabilité sociale de l'entreprise : pour un nouveau contrat social*, Bruxelles 2006.

SAPPIDEEN Razeen, Focusing on Corporate Short-Termism, *Singapore Journal of Legal Studies*, décembre 2011, p. 412 ss (SSRN: 2002501).

STOFFEL Walter/GABELLON Anne, Montesquieu en droit des sociétés anonymes : le principe de la parité constitue-t-il une distribution des pouvoirs bénéfiques ou plutôt un lit de Procuste ?, RSDA 5/2015 p. 434 ss.

TALI Zöhre/DE GRAAF Frank Jan, Loyaliteitsdividend, registratiedividend en institutionele beleggers : « Vaste relatie of betaalde liefde ? », Ondernemingsrecht 2007.

VENTORUZZO Marco, The Disappearing Taboo of Multiple Voting Share: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat, European Corporate Governance Institute (ECGI) Working Paper Series in Law – Working Paper N° 228/2015, mars 2015 (SSRN: 2574236).

YAN Min, Permitting Dual Class Shares in the UK Premium Listing Regime – A Path to Enhance rather than Compromise Investor Protection, Queen Mary Law Research Paper No. 367/2021 (SSRN: 3924844).

Sources officielles et travaux préparatoires

Tous les documents relatifs à la révision du droit suisse de la SA sont accessibles via : «bj.admin.ch» > Économie > Projets législatifs en cours > Révision du droit de la SA.

Avant-projet 2014 de modification du code des obligations (Droit de la société anonyme) (cité : AP-CO 2014).

Message du CF du 21 décembre 2007 concernant la révision du code des obligations, FF 2008 1407 (cité : Message 2007).

Message du CF du 23 novembre 2016 concernant la modification du code des obligations (Droit de la société anonyme), FF 2017 353 (cité : Message 2016).

Modification du 19 juin 2020 du code des obligations (Droit de la société anonyme), FF 2020 5409 (cité : Révision du droit de la SA).

Rapport explicatif de 2014 relatif à la modification du code des obligations (droit de la société anonyme) (cité : Rapport 2014).

Rapport n°1283 fait par Mme Clotilde VALTER au nom de la Commission des affaires économiques sur la proposition de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel (n° 1037) enregistré à l'Assemblée nationale du 17 juillet 2013, accessible via : «assemblee-nationale.fr» > Documents parlementaires > Les rapports législatifs > N° 1283 (cité : Rapport n°1283 VALTER).

Rapport n°206 fait par M. Etienne DAILLY, annexé au procès-verbal de la séance du Sénat du 21 décembre 1993, accessible via : «senat.fr» > Travaux parlementaires > Documents déposés au Sénat – session 1993-1994 > N° 206 (cité : Rapport n°206).

Rapport n°540 fait par M. Etienne DAILLY, annexé au procès-verbal de la séance du Sénat du 29 septembre 1993, accessible via : «senat.fr» > Travaux parlementaires > Documents déposés au Sénat – session 1993-1994 > N° 540 (cité : Rapport n°540).

Résultats de la consultation sur l'avant-projet du 28 novembre 2014 de modification du code des obligations (droit de la société anonyme), 17 septembre 2015 (cité : Résultats 2014).

Réglementations étrangères

Droit européen

Le Journal officiel de l'UE est accessible via : «eur-lex.europa.eu». Les travaux du Parlement européen sont accessibles via : «<https://www.europarl.europa.eu/portal/fr>».

Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil du 9 avril 2014 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise, COM(2014)0213 final – 2014/0121(COD) (citée : Proposition UE 2014).

Directive (UE) 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (refonte), JO UE du 12.6.14 L 173 (citée : MIFID II).

Rapport du 12 mai 2015 de la Commission des affaires juridiques du Parlement européen sur la proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil du 9 avril 2014 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise, A8-0158/2015 (cité : Rapport UE 2015).

Amendements du Parlement européen, adoptés le 8 juillet 2015, à la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil du 9 avril 2014 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise, P8 TA(2015)0257.

Directive (UE) 2017/828 du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2017 modifiant la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, JO UE du 20.5.17 L 132/1 (citée : Directive UE 2017).

Résolution du Parlement européen du 17 décembre 2020 sur la gouvernance d'entreprise durable (2020/2137(INI)), JO UE du 29.10.21 C 445/94 (citée : Résolution du Parlement UE 2020).

Droit allemand

Le journal officiel allemand est accessible via : «<https://www.bgbl.de/>».

Aktengesetz vom 6. September 1965, Bundesgesetzblatt Teil I 1965 Nr. 48 vom 11.09.1965, (citée : AktG).

Droit français

Le journal officiel de la République française ainsi que les textes consolidés sont accessibles via : «<https://www.legifrance.gouv.fr/>».

Code de commerce, accessible via : «[legifrance.gouv.fr](https://www.legifrance.gouv.fr/)» > Recherche > Codes > Code de commerce (cité : C. com.).

Loi no 94-578 du 12 juillet 1994 autorisant le versement de primes de fidélité à certaines actions nominatives des sociétés commerciales, JORF n° 0161 du 13 juillet 1994 (citée : Loi d'encadrement du dividende majoré).

Loi no 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle (1), JORF n° 0077 du 1^{er} avril 2014 (citée : Loi Florange).

Loi no 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises (1), JORF n° 0019 du 23 mai 2019 (citée : Loi PACTE).

Ordonnance n°2020-1142 du 16 septembre 2020 portant sur la création, au sein du code de commerce, d'un chapitre relatif aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, JORF n° 0027 du 27 septembre 2020 (citée : Ordonnance n°2020-1142).

Droit italien

La Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana est accessible via : «gazzettaufficiale.it». La réglementation de l'autorité italienne de surveillance des marchés financiers CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) est accessible via : «<https://www.consob.it>».

Codice Civile, Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, GU n. 79 del 4-4-1942 (cité : Codice Civile).

Decreto legislativo 18 giugno 2012, n. 91, Modifiche ed integrazioni al decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27, recante attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (12G0111), GU Serie Generale n. 152 del 02-07-2012 (cité : Decreto legislativo du 18 juin 2012).

Decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91, Disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea (14G00105), convertito con modificazioni dalla L. 11 agosto 2014, n. 166 (in Suppl. Ordinario n. 72, relativo alla GU del 20-8-2014, n. 192), GU Serie Generale n. 144 del 24-06-2014 (cité : Decreto-legge du 24 juin 2014).

Legge 11 agosto 2014, n. 116, Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91, recante disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata dei adempimenti derivanti dalla normativa europea (14G00128), GU Serie Generale n. 192 del 20-08-2014 – Suppl. Ordinario n. 72 (citée : Legge 11 août 2014).

Decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27, Attuazione della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, GU n. 53 del 05-03-2010 – Suppl. Ordinario n. 43 (cité : Decreto legislativo du 27 janvier 2010).

Testo Unico della Finanza, Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (GU Serie Generale n. 71 del 26-03-1998 – Suppl. Ordinario n. 52) (cité : TUF).

Droit espagnol

Le Boletín Oficial de l'État espagnol est accessible via : «<https://www.boe.es/>».

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, [BOE-A-2003-20331](#) (citée : Ley 35/2003).

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, [BOE-A-2009-5614](#) (citée : Ley 3/2009).

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, [BOE-A-2010-10544](#) (citée : Ley de Sociedades de Capital, LSC).

Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, [BOE-A-2021-5773](#) (citée : Ley 5/2021).

Droit belge

La législation consolidée belge est accessible via : «<https://www.ejustice.just.fgov.be>».

Code des sociétés et des associations du 23 mars 2019, [Moniteur belge N. 75 du jeudi 4 avril 2019](#) (cité : CSA).

Droit américain (Delaware)

Supreme Court of Delaware, *Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368, 1377–78 (Del. 1996), p. 1337 s., accessible not. via : «law.justia.com» > US Law > Case Law > Delaware Supreme Court Decisions > 1996 > *Williams v. Geier* (cité : Affaire *Williams v. Geier*).

Court of Chancery of Delaware, *IRA Trust FBO Bobbie Ahmed v. Crane*, C.A. No. 12742-CB (Del. Ch. Dec. 11, 2017), accessible not. via : «law.justia.com» > US Law > Case Law > Delaware Court of Chancery Decisions > 2017 > *IRA Trust FBO Bobbie Ahmed v. Crane* (cité : Affaire *IRA Trust FBO Ahmed v. Crane*).

Table des abréviations

Cette table contient les abréviations principales usuelles ainsi que les réglementations qui ne sont pas déjà citées dans le présent rapport.

§	paragraphe
Abs.	= al.
AG	assemblée générale / Die Aktiengesellschaft
al.	alinéa(s)
AP	avant-projet
Art.	= art.
art. / Art.	article(s)
BGBI	(Deutsche) Bundesgesetzblatt
BO + N / E	Bulletin officiel de l'Assemblée fédérale
BOE	Boletín Oficial del Estado Español
BSS	BSS Volkswirtschaftliche Beratung AG
c.	considérant(s)
CAJ-CN	Commission des affaires juridiques du Conseil national
CF	Conseil fédéral
ch.	chiffre
CN	Conseil national
CO	LF du 30 mars 1911 complétant le Code civil suisse (Livre cinquième : Droit des obligations) (Code des obligations) (RS 220)
COPA	Commission des OPA
Cst.	Constitution fédérale de la Confédération suisse du 18 avril 1999 (RS 101)
éd.	édition
édit.	éditeur(s)
etc.	et caetera
EU	= UE
FF	Feuille fédérale
FFr.	francs français
FINRA	The Financial Industry Regulatory Authority
GU	Gazzetta ufficiale della Repubblica italiana
ibid.	ibidem
Id.	idem
IPO(s)	Initial Public Offering(s)
JO (UE)	Journal officiel de l'Union européenne
JORF	Journal officiel de la République française
let.	lettre
LF	loi fédérale
LFLP	LF du 17 décembre 1993 sur le libre passage dans la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (RS 831.42)
LIMF	LF 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 (RS 958.1)
LPCC	LF du 23 juin 2006 sur les placements collectifs de capitaux (RS 951.31)
LPP	LF du 25 juin 1982 sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (RS 831.40)

N	numéro(s) marginal(aux)
n. / n° / No / Nr.	note(s) de bas de page / numéro(s)
Nasdaq	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
not.	notamment
NYSE	New-York Stock Exchange
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OECD	= OCDE
OPA	Offre publique d'acquisition
OR	= CO
ORAb	Ordonnance du 20 novembre 2013 contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse (RS 221.331)
P	projet
p.	page(s)
p. ex.	par exemple
RFA	Regulierungsfolgenabschätzung
RO	Recueil officiel du droit fédéral
RS	Recueil systématique du droit fédéral
RSDA	Revue suisse de droit des affaires et du marché financier
RSE	Responsabilité sociale des entreprises
RSJ	Revue suisse de jurisprudence
S.	= p.
s.	suivant(e)
SA	société anonyme
SEC	Securities Exchange Commission
ss	suivant(e)s
SSRN	Social Science Research Network
UE	Union européenne
v.	voir
Vol. / vol.	volume
ZK	Zürcher Kommentar
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft