



Clauses d'opting-out en droit des OPA : Les actionnaires minoritaires sont-ils suffisamment protégés ?

Michel PADIN

9 décembre 2024

Table des matières

Table des matières	II
Liste des abréviations.....	III
I. Introduction	1
II. Les notions essentielles.....	1
A. L'obligation de présenter une offre	1
B. La problématique de la clause d'opting-out	2
III. Les conditions de validité d'une clause d'opting-out	2
A. Les types d'opting-out.....	2
B. La clause introduite avant la cotation.....	3
C. La clause introduite après la cotation	3
IV. Le paiement d'une prime de contrôle limitée comme solution de protection des actionnaires minoritaires ?	4
V. Conclusion.....	5
VI. Références	6
Documents officiels.....	6
Bibliographie.....	6

Liste des abréviations

AG	Assemblée générale des actionnaires
al.	alinéa(s)
art.	article(s)
CF	Conseil fédéral
CO	Loi fédérale complétant le Code civil suisse du 30 mars 1911 (RS 220.0)
COPA	Commission des offres publiques d'acquisition
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières du 24 mars 1995 (RS 954.1) ¹
LIMF	Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 19 juin 2015 (RS 958.1)
OIMF-FINMA	Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 3 décembre 2015 (RS 958.111)
OPA	Offres publiques d'acquisition
phr.	phrase
SIX	SIX Swiss Exchange

¹ Cette loi n'est plus en vigueur.

I. Introduction

En droit des OPA, l'art. 125 al. 3 LIMF permet à une société, avant que ses titres de participation ne soient cotés en bourse, de prévoir dans ses statuts qu'un offrant ne sera pas tenu à l'obligation de présenter une offre conformément aux articles 135 et 163 LIMF. Une société peut également prévoir cette clause dans ses statuts après la cotation pour autant qu'il n'en résulte pas un préjudice au sens de l'art. 706 CO pour les actionnaires (art. 125 al. 4 LIMF). Cette clause statutaire est appelée un « *opting out* »². CHABLOZ précise que près de 25 % des sociétés suisses dont les titres de participations sont cotés au SIX disposent d'une clause d'opting-out³.

La clause d'opting-out est une restriction importante à l'offre obligatoire. Dans ce contexte, il sied d'examiner l'effectivité de la protection des actionnaires minoritaires dans le système actuel et, si cela s'avère nécessaire, comment cette protection pourrait être améliorée.

II. Les notions essentielles

A. L'obligation de présenter une offre

Une obligation de présenter une offre sur tous les titres de participation qui sont cotés est déclenchée lorsqu'un actionnaire dépasse le seuil de 33⅓ % des droits de vote, pouvant être exercés ou non, de la société visée (art. 135 al. 1 LIMF). Lorsqu'une offre obligatoire est déclenchée par une prise de contrôle, la loi détermine de manière précise la manière dont le prix de l'offre doit être fixé (art. 135 al. 2 LIMF, art. 42 à 47 OIMF-FINMA).

L'obligation de présenter une offre vise à protéger les actionnaires minoritaires contre une prise de contrôle par un nouveau groupe d'actionnaires majoritaires⁴. L'offre obligatoire concrétise l'égalité de traitement entre les actionnaires⁵. Les règles de fixation du prix de l'offre obligatoire

² ROUILLER, N 1028 ; A dessein, nous n'aborderons pas la problématique connexe de l'*opting-up*.

³ CHABLOZ, p. 271 ; 52 sociétés sur 207, soit 25,12 % des sociétés suisses cotées au SIX Swiss Exchange, en 2018.

⁴ Message CF, LBVM, p. 1317 ; Bien que la LBVM ne soit plus en vigueur, les dispositions concernant les OPA ont été reprises sans changement matériel majeur lors de l'adoption de la LIMF (Message CF, LIMF, p. 7336).

⁵ SETHE, p. 9.

protègent les actionnaires minoritaires, car sans ce mécanisme, l'acquéreur serait en principe disposé à payer un prix moins élevé pour les actions restantes après sa prise de contrôle⁶.

B. La problématique de la clause d'opting-out

Les clauses d'opting-out restreignent les cas dans lesquels les acquéreurs de participations majoritaires de sociétés cotés sont soumis à l'obligation de présenter une offre. Cette situation affecte l'effectivité de la protection des actionnaires minoritaires, ces derniers ne pouvant pas bénéficier de la protection de l'offre obligatoire. Au mieux, l'acquéreur peut effectuer une offre volontaire pure, mais il n'est alors pas soumis aux règles sur la fixation du prix de l'offre⁷.

Cette situation n'est à notre sens pas satisfaisante, car les actionnaires minoritaires sont bloqués dans la société ou se trouvent dans l'obligation de vendre leurs participations à un prix plus faible que le prix obtenu par les actionnaires majoritaires. Cette situation ne permet pas de répartir également le prix que l'acquéreur est prêt à payer sur l'ensemble de l'actionnariat, favorisant ainsi – à notre sens, de manière disproportionnée – les actionnaires majoritaires⁸.

III. Les conditions de validité d'une clause d'opting-out

A. Les types d'opting-out

Une société peut introduire une clause d'opting-out dit général. Ce faisant, la société exclut de manière générale l'obligation de présenter une offre pour l'acquéreur⁹. Une telle clause limite de manière forte le droit de sortie des actionnaires, qui renoncent totalement à l'offre obligatoire en cas de changement de contrôle. Elle concrétise cependant une égalité de traitement parfaite entre les actionnaires, la clause s'appliquant à l'ensemble d'entre eux¹⁰. La clause statutaire d'opting-out générale doit être acceptée à la majorité simple conformément à l'art. 703 CO¹¹.

⁶ SETHE, p. 9.

⁷ SAMB, N 512 ; Dans le cadre d'une offre obligatoire, l'offrant dépassant le seuil doit étendre son offre à tous les actionnaires et respecter les règles du prix minimum (art. 9 al. 6 OOPA).

⁸ CHABLOZ, p. 277.

⁹ BAUM/VON DER CRONE, p. 423.

¹⁰ SAMB, N 523.

¹¹ BAUM/VON DER CRONE, p. 423.

L'opting-out peut également être sélectif. Cela signifie que la société introduit une clause statutaire restreignant l'obligation de présenter une offre uniquement en lien avec une transaction déterminée ou qu'en faveur de certains actionnaires¹². Bien qu'anciennement interdites, ces clauses ont été autorisées par la COPA afin de protéger les intérêts de la société, en dépit d'une protection des actionnaires¹³. Les actionnaires minoritaires sont protégés par le fait que les opting-out sélectifs ne sont valables que si les actionnaires sont informés du caractère sélectif de l'opting-out¹⁴.

A notre sens et bien qu'elles consacrent un meilleur respect de l'égalité entre les actionnaires, les clauses générales ne protègent pas aussi bien les actionnaires minoritaires que les clauses sélectives. En effet, avec les clauses sélectives, les actionnaires minoritaires renoncent à leur droit à une offre obligatoire dans un contexte précisé en amont de la transaction.

B. La clause introduite avant la cotation

L'art. 125 al. 3 LIMF prévoit que la clause d'opting-out peut être introduite dans les statuts avant la cotation en bourse des titres de participation. La décision de l'AG est prise à la majorité simple (art. 703 al. 1 CO, art. 704 CO *a contrario*). Si la décision de l'AG n'est pas manifestement nulle, la COPA ne remet pas la validité de la clause en question. Les actionnaires qui souhaitent contester la validité d'un opting-out avant la cotation des titres de participation doivent intenter une action civile contre la décision de l'AG dans le délai de deux mois suivant l'AG (art. 706 CO, art. 706a al. 1 CO)¹⁵.

C. La clause introduite après la cotation

Une clause d'opting-out peut également être introduite dans les statuts après la cotation des titres de participation (art. 125 al. 4 phr. 1 LIMF). L'introduction de la clause ne doit pas conduire à un préjudice pour les actionnaires au sens de l'art. 706 CO (art. 125 al. 4 phr. 2 LIMF). La loi vise à s'assurer que la clause d'opting-out ne lèse pas les actionnaires minoritaires

¹² THÉVENOZ/ROOS, p. 49 ; SAMB, N 524.

¹³ SAMB, N 525.

¹⁴ CHABLOZ, p. 273 ; A dessein, nous n'aborderons pas la distinction entre une clause matériellement et formellement sélective dans le cadre restreint du présent essai.

¹⁵ DUBS/PERLINI-FREHNER, voir 1. b. ; SCHMID/HYSENI/NIKITINE, p. 2.

de manière infondée ou qu'elle ne crée pas une inégalité de traitement entre les actionnaires (art. 706 al. 2 ch. 3 et 4 CO)¹⁶. La clause doit être approuvée valablement par l'AG (art. 703 al. 1 CO).

La COPA consacre également deux conditions supplémentaires visant à protéger les minoritaires pour qu'une clause d'opting-out introduite après la cotation soit valable. Tout d'abord, les actionnaires doivent être informés en toute transparence des conséquences de l'introduction de la clause. Pour la COPA, cette condition est remplie si les actionnaires sont notamment informés des motifs de la proposition, de la transaction prévue et du changement de contrôle qui en résulterait éventuellement¹⁷. De plus, une majorité des actionnaires minoritaires doit approuver l'opting-out¹⁸. Les actionnaires qui ne franchissent pas le seuil de 33⅓ % des droits de vote et qui n'ont pas demandé l'introduction de l'opting-out sont comptés. Un actionnaire de contrôle dépassant le seuil de 33⅓ % ne sera pas comptabilisé dans le vote de la majorité de la minorité, même s'il ne bénéficie pas de l'opting-out¹⁹. La solution retenue ici par la COPA nous semble adéquate pour protéger les actionnaires minoritaires et leurs permettre d'exercer un droit de veto concret sur l'introduction de l'opting-out, sans influence d'un actionnaire de contrôle.

Ainsi et comme le résume VON DER CRONE, les minoritaires ne seront prêts à accepter un opting-out (et donc refuser la présentation d'une offre obligatoire) après la cotation que si l'acquéreur du contrôle parvient à les convaincre de l'avantage d'un changement de contrôle²⁰.

IV. Le paiement d'une prime de contrôle limitée comme solution de protection des actionnaires minoritaires ?

Selon SAMB, la prime de contrôle peut être définie comme « *la part excédentaire du prix payé pour l'acquisition d'une entreprise par rapport à sa valeur de marché* »²¹. Lors de

¹⁶ DUBS/PERLINI-FREHNER, ch. 3.

¹⁷ Décision 0863, Swiss Steel Holding AG, 14 février 2024, consid. 4.1 [10].

¹⁸ VON DER CRONE, N 2380.

¹⁹ Décision 0765, MCH Group AG, 20 août 2020, consid. 3.4.1.2 [41] ; Sur la notion d'actionnaire de contrôle, voir PHILIPPE, N 50 ss.

²⁰ VON DER CRONE, N 2380.

²¹ SAMB, N 493.

l'introduction de la LBVM, le CF avait soutenu que le paiement d'une prime de contrôle à l'actionnaire de contrôle ne violait pas le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires²². Cette position se justifie par le motif que l'acquéreur d'une société sera prêt à payer plus pour le contrôle de la société que pour le reste des titres. Il en résulte que la valeur de la participation de contrôle est économiquement plus élevée, ce qui justifiait les primes de contrôle. Les actionnaires de contrôle pouvaient recevoir une prime qui allait jusqu'à 33⅓ % du prix de l'offre (art. 32 al. 4 aLBVM). Plus tard, le CF a soutenu que le « paiement d'une prime de contrôle viole le principe de l'égalité de traitement des actionnaires qui s'applique dans le droit des offres publiques d'acquisition »²³. Le législateur a alors aboli la possibilité de payer une prime à l'actionnaire de contrôle. Depuis lors et comme le souligne à juste titre CHABLOZ, « l'opting out permet (...) à l'actionnaire majoritaire d'encaisser une prime de contrôle illimitée »²⁴. Le prix que l'acquéreur paie ne sera pas réparti sur l'ensemble des actionnaires. Cette nouvelle position législative dégrade la position des actionnaires minoritaires. Dans ce cadre, CHABLOZ propose la solution intéressante d'abolir la solution législative de l'opting-out et de la remplacer par la solution d'une prime de contrôle limitée²⁵. Nous nous rallions à cette position qui permet selon nous de mieux prendre en compte les intérêts des actionnaires minoritaires. Le rétablissement d'une prime de contrôle limitée permettrait d'obtenir un plus juste équilibre entre les droits des minoritaires à bénéficier de l'offre à un prix juste lors du changement de contrôle et le droit des majoritaires à céder leurs participations de contrôle à un prix plus élevé – solution qui est économiquement justifiable.

V. Conclusion

En conclusion, nous voyons que les clauses d'opting-out sont largement utilisées dans les sociétés avec un actionnaire de contrôle important. Cette solution législative n'est cependant pas satisfaisante économiquement, car elle ne permet pas une protection suffisante des minoritaires, lesquels ne peuvent pas bénéficier d'une offre obligatoire – les majoritaires bénéficiant eux du versement d'une prime de contrôle illimité.

²² Message CF, LBVM, p. 1317.

²³ Message CF, Modification LBVM, p. 6339.

²⁴ CHABLOZ, p. 277 et 278.

²⁵ CHABLOZ, p. 270.

VI. Références

Documents officiels

Message du Conseil fédéral concernant la loi sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 septembre 2014, FF 2014 7235 (cité : Message CF, LIMF).

Message du Conseil fédéral relatif à la modification de la loi sur les bourses (Délits boursiers et abus de marché) du 31 août 2011, FF 2011 6329 (cité : Message CF, Modification LBVM).

Message du Conseil fédéral concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 février 1993, FF 1993 I 1269 (cité : Message CF, LBVM).

Bibliographie

BAUM Olivier/VON DER CRONE Hans Caspar, Selektives Opting out und Transaktionsvereinbarung, Verfügung 600/1 der Übernahmekommission (UEK) vom 22. April 2015 in Sachen Kaba Holding AG : Gültigkeit Opting out und Abwehrmassnahme, *in* SZW/RSDA 4/2015, p. 417 ss.

CHABLOZ Isabelle, Opting out ou quand l'offre obligatoire rate sa cible, *in* AJP/PJA 2018, p. 270 ss.

DUBS Dieter/PERLINI-FREHNER Fabienne, The use and modalities of opting out/up clauses – new developments, *in* CapLaw Swiss capital Markets Law, 2021, accessible sur [<https://caplaw.ch/2021/the-use-and-modalities-of-opting-out-up-clauses-new-developments/>].

PHILIPPE Arnaud, Droit des sociétés cotées à l'actionnariat concentré : Enjeux, gouvernance et perspective, Thèse, Genève (Schulthess), 2021.

ROUILLER Nicolas/BAUEN Marc/BERNET Robert/LASSERRE ROUILLER Colette, *La société anonyme suisse*, 3^{ème} éd., Genève/Zurich (Schulthess), 2022.

SAMB Lukaz, L'inégalité de traitement au sein des sociétés cotées : Constitution, maintien et transfert du contrôle par le droit de vote, Thèse, Genève/Zurich (Schulthess), 2024.

Michel PADIN

Clauses d'opting-out en droit des OPA : Les actionnaires minoritaires sont-ils suffisamment protégés ?

SCHMID Christian/HYSENI Arbër/NIKITINE Alex, Different Requirements for Different Opting Out Clauses under Swiss Public Takeover Rules, *in* Walder Wyss Newsletter No. 195, 2023.

SETHE Rolf, Some Peculiarities of Swiss Takeover Law, *in* The University of Tokyo Business Law Working Paper Series No. 2020-E-01, 2020.

THÉVENOZ Luc/ROOS Lukas, Opting Out, *in* Mergers & Acquisitions XVII. TSCHÄNI, Rudolf (Ed.), Zurich, 2015, p. 33 ss.

VON DER CRONE Hans Caspar, Aktienrecht, 2^{ème} éd., Berne (Stämpfli), 2020.