



Philippe Jacquemoud / Camille Auberson*

L'escape clause dans les ventes d'actions nominatives liées: Réflexions sur l'achat d'actions propres et la valeur réelle



Table des matières

- I. Introduction
 - 1. Généralités sur les restrictions statutaires au transfert des actions d'une SA
 - 2. Fonction de l'escape clause
 - 3. Nature juridique et effets de l'escape clause
 - 3.1 Droit de préemption légal conditionnel
 - 3.2 Effets sur les contrats de transfert d'actions et les actes de disposition
 - 4. Base statutaire et organe compétent
 - 4.1 Quorum décisionnel
 - 4.2 Organe compétent en matière de restrictions statutaires
- II. Achat par la société de ses propres actions
 - 1. Note préliminaire: relations avec les restrictions statutaires au transfert des actions
 - 2. Conditions et limites en droit commercial
 - 2.1 Limites en pourcentage du capital-actions
 - 2.2 Egalité de traitement entre actionnaires
 - 2.3 Financement et comptabilisation des actions propres
 - 3. Conséquences fiscales du rachat d'actions propres
 - 3.1 Conséquences pour les personnes physiques domiciliées en Suisse: exception au gain en capital exonéré
 - 3.2 Liquidation partielle directe
 - 3.3 Conséquences pour les personnes morales
 - 3.4 Effets de la réforme fiscale des entreprises II sur la liquidation partielle directe
 - 3.5 Résumé des conséquences fiscales pour l'actionnaire
- III. L'exercice de l'escape clause par la société: aperçu du fonctionnement
 - 1. Contenu et objet de l'offre
 - 1.1 Une offre d'achat à la valeur réelle
 - 1.2 Délais
 - 1.3 Effets de l'offre
 - 1.4 Contestation de l'offre et/ou de l'exercice de l'escape clause, qualité pour agir
- IV. Validité de l'offre: la valeur réelle
 - 1. Introduction
 - 2. Définition juridique de la valeur réelle
 - 2.1 Le législateur
 - 2.2 La jurisprudence
 - 2.3 La doctrine
 - 2.4 Critique de l'approche purement objective de la valeur réelle
 - 2.5 Prise en compte d'une décote de minoritaire et des conséquences fiscales?
 - 3. Processus pour déterminer la valeur réelle
 - 3.1 En présence d'une offre ferme de l'acquéreur
 - 3.2 Expertise
 - 3.3 Conclusion intermédiaire sur la valeur réelle
- V. Validité de l'offre: le respect des principes généraux du droit des sociétés
 - 1. Devoirs de diligence et de loyauté
 - 1.1 Devoir de diligence
 - 1.2 Devoir de loyauté, absence de conflit d'intérêts des administrateurs
 - 2. Egalité de traitement
 - 3. Limites posées par l'art. 2 al. 2 CC et l'interdiction de l'exercice manifestement abusif d'un droit
 - 4. Exercice ménager d'un droit («*schonende Rechtsausübung*») et conséquences fiscales de l'exercice de l'escape clause
- VI. Conclusions

I. Introduction

Le caractère librement transmissible d'une action revêt une importance cardinale en droit de la société anonyme. D'une part, le libre transfert des parts d'une société anonyme est l'expression logique, sur le plan légal, de sa structure capitalistique: le capital importe plus que la personne de celui ou celle qui le détient. D'autre part, la société anonyme est la seule personne morale du Code des Obligations aux propriétaires de laquelle le législateur n'a pas conféré de droit de sortie, d'où la nécessité pour l'actionnaire de pouvoir réaliser son investissement en cédant sa participation.

Malgré le caractère fondamental de la libre transmissibilité des actions, le législateur a conçu des outils qui permettent d'en réduire la portée, notamment par le mécanisme des restrictions statutaires. Les dispositions légales y afférentes sont le fruit d'un équilibre entre les intérêts légitimes de l'actionnaire vendeur à réaliser son investissement, et celui de la société à vouloir contrôler le cercle et la composition de son actionnariat. Pour s'assurer que les intérêts de chacun soient pris en compte, le législateur a circonscrit les modalités, les effets et les cas d'appli-

* Philippe Jacquemoud, LL.M., avocat, Jacquemoud Stanislas, Genève; Camille Auberson, avocat, assistant Université de Lausanne/Homburger, Zurich. Nous tenons vivement à remercier Mme Roxane Allot pour son aide dans la rédaction des notes de bas de page.

tion des restrictions statutaires. Il en a interdit en outre l'aggravation au-delà du cadre légal¹. L'*escape clause* s'inscrit dans le contexte des restrictions statutaires à la libre transmissibilité des actions. Elle permet à la société d'empêcher une vente de ses actions en offrant de les acquérir pour son compte ou celui d'autres personnes, sans indiquer de justes motifs, moyennant toutefois la pleine indemnisation du vendeur. A première lecture, le principe semble simple et les intérêts des protagonistes pris en compte de façon satisfaisante. Or, les conséquences de l'*escape clause* sur le transfert d'actions nominatives non cotées donnent lieu à de nombreuses difficultés, qui amènent fréquemment les parties intéressées à s'opposer vigoureusement.

Après une introduction sur les caractéristiques principales des actions nominatives liées (*i.e.*, dont le transfert est soumis aux restrictions statutaires), nous traiterons de trois aspects particulièrement problématiques lors de l'exercice de l'*escape clause*. Le premier est lié à l'achat d'actions propres, lorsque les actions sont achetées pour le compte de la société. Dans ce chapitre nous expliquerons les implications fiscales potentiellement désastreuses d'un tel rachat pour l'actionnaire sortant, détenant les actions dans sa fortune privée (gain en capital exonéré *versus* excédent de liquidation imposable). Le deuxième aspect concerne le prix d'exercice de l'*escape clause*, soit la valeur réelle. Nous proposerons un modèle de procédure, qui, à notre avis, permet d'assurer à l'actionnaire sortant une indemnisation totale pour ses actions et, partant, un exercice conforme à la volonté du législateur. Enfin, le troisième se rapporte à l'exercice de l'*escape clause* en tant que telle par les organes de la société et plus particulièrement aux principes que ceux-ci doivent respecter. Dans ce chapitre, nous garderons à l'esprit que l'exercice de l'*escape clause* implique nécessairement un actionnaire minoritaire face à la majorité.

Dans cette contribution, nous n'aborderons ni les problèmes liés aux actions cotées ni ceux concernant les autres modes d'acquisition que la vente.

1. Généralités sur les restrictions statutaires au transfert des actions d'une SA

Selon l'art. 684 al. 1 CO, les actions nominatives sont en principe librement transmissibles, à moins que la loi² ou les statuts n'en disposent autrement. Les actions nominatives sont dites *liées* («*vinkuliert*») si les statuts prévoient que leur transfert est soumis à l'approbation de la société.

té³. La disposition statutaire idoine est souvent désignée en doctrine francophone comme *clause statutaire d'agrément*⁴. Les restrictions statutaires tombent lorsque la société entre en liquidation⁵ et les statuts ne peuvent pas restreindre le transfert des actions au porteur, de sorte que nous ne parlerons que d'actions nominatives émises par une société en activité⁶.

S'agissant des effets des clauses d'agrément et des possibilités qu'elles offrent à la société d'exercer une influence sur le transfert de ses actions, le régime légal opère une première distinction fondamentale selon que les actions sont cotées ou non⁷. Pour les actions cotées, les restrictions statutaires se limitent à l'admission de l'acquéreur qui en fait la requête à l'exercice des droits sociaux, le transfert de la propriété des titres n'étant pas soumis à l'approbation de la société⁸. Une seconde distinction est opérée selon le mode d'acquisition. La société ne peut pas écarter l'acquéreur pour de justes motifs au sens de l'art. 685b al. 2 CO, lorsque la propriété des titres est acquise par succession, partage successoral, en vertu du régime matrimonial ou dans une procédure d'exécution forcée. Nous parlerons à leur égard d'*acquisitions spéciales*, étant précisé que la terminologie n'est pas uniforme et que la doctrine considère que l'énumération légale des cas d'acquisitions particulières n'est pas exhaustive⁹.

En cas d'acquisitions spéciales, le transfert de la propriété découle de la loi; la société ne dispose alors que du droit d'offrir la valeur réelle de ses actions à l'acquéreur qui requiert sa reconnaissance comme actionnaire à part entière¹⁰. Jusqu'à l'approbation de la société, l'exercice des droits sociaux est suspendu, comme pour les actions

¹ Art. 685b al. 7 CO.

² Art. 683 CO pour les actions au porteur, et 685 CO pour les actions nominatives. Bien que le texte de l'art. 683 al. 1 CO parle de *valeur nominale*, il faut lire «*prix d'émission*», eu égard au but de la disposition et aux travaux préparatoires (CR CO II – TRIGO-TRINDADE, n° 20 ad art. 683).

³ Art. 685a al. 1 CO.

⁴ CR CO II – TRIGO-TRINDADE, n° 8 ad art. 685b CO.

⁵ Art. 685a al. 3 CO.

⁶ Art. 684 al. 1 CO *e contrario*. Par souci de concision et sauf indications contraires expresses, nous parlerons d'actions pour désigner les actions nominatives liées selon statuts.

⁷ Art. 685d à g CO (actions cotées), respectivement art. 685b et c CO (actions non cotées).

⁸ Art. 685f CO.

⁹ CR CO II – TRIGO-TRINDADE, n° 53 ad art. 685b; HANSPETER KLÄY, Die Vinkulierung, Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht, Basel/Frankfurt am Main 1997, 205 s.; BSK OR II – OERTLE/DU PASQUIER, n° 9a ad art. 685b: ces auteurs considèrent notamment que les opérations visées par la LFus, sous réserve d'un abus de droit, constituent des acquisitions particulières («*besondere Erwerbsarten*»). De l'avis des auteurs, si le transfert de la propriété ne requiert pas un acte de disposition lié aux papiers-valeur ou aux titres intermédiés (cession, endossement, bonification) incorporant l'action, il devrait s'agir d'une acquisition «particulière», à l'instar d'une succession (transfert de propriété de par la loi), d'une fusion (par inscription de la fusion au registre du commerce) ou encore d'une exécution forcée (par adjudication). L'enjeu, pour les actions non cotées, réside dans la possibilité pour la société de faire valoir des justes motifs à l'encontre de l'acquéreur; pour les actions cotées, la société ne peut pas restreindre l'exercice des droits sociaux par l'acquéreur «spécial».

¹⁰ Art. 685b al. 4 CO.

cotées (art. 685c al. 2 CO)¹¹. En particulier, l'acquéreur à titre spécial ne disposera pas du droit de vote lors de l'assemblée générale avant d'être reconnu par la société comme actionnaire à part entière. En cas de transfert ordinaire, la société peut refuser le transfert des actions non cotées pour de justes motifs qu'elle doit indiquer à l'acquéreur¹². De manière générale, les justes motifs de refus doivent être décrits dans les statuts et relèvent impérativement du cercle des actionnaires, eu égard au but social ou à l'indépendance économique de la société¹³.

Si la société n'indique pas de justes motifs, elle peut cependant empêcher le transfert de la propriété à l'acquéreur en offrant à l'actionnaire vendeur la *valeur réelle* de ses actions¹⁴. Aussi longtemps que la société n'a pas approuvé le transfert des actions ou avant l'expiration du délai légal de trois mois ou statutaire inférieur de refus inutilisé par la société, aucun des droits sociaux et patrimoniaux attachés à l'action ne passent à l'acquéreur¹⁵. La possibilité pour la société de refuser le transfert de la propriété des actions nominatives non cotées sans indication de justes motifs, en offrant à l'aliénateur d'acquiescer les actions à leur valeur réelle, est communément appelée l'«*escape clause*»¹⁶. Dans le cadre de cette contribution, nous nous intéresserons à l'exercice de l'*escape clause* à l'encontre d'un transfert de propriété résultant d'une vente d'actions. Il convient cependant de préciser que l'*escape clause* peut empêcher également la constitution d'un usufruit¹⁷, et s'applique à tout transfert de propriété «ordinaire», à l'instar de la donation¹⁸.

Pour terminer ce bref tour d'horizon, tant pour les actions cotées que non cotées, la société peut refuser d'inscrire au registre des actionnaires l'acquéreur qui ne déclare pas expressément avoir acquis les actions en son

nom et pour son compte (art. 685b al. 3 et 685d al. 2 CO). On parle alors d'*acquisition fiduciaire*¹⁹.

2. Fonction de l'escape clause

Par le fait qu'elle permet à la société de refuser la requête d'approbation du transfert d'actions nominatives liées *non cotées* sans avoir à indiquer de justes motifs, l'*escape clause* offre ainsi à la société la possibilité de contrôler la composition personnelle du cercle de ses actionnaires et d'en interdire l'accès à des tiers ou de figer l'équilibre des rapports de force au sein de son actionnariat. Le législateur a conféré à la société un pouvoir d'appréciation très large, puisqu'elle peut, dans les limites générales du droit des sociétés et sous réserve de l'abus de droit, écarter tout acquéreur de ses actions comme bon lui semble²⁰. Le large pouvoir d'appréciation de la société doit être nuancé. On ne doit en effet pas perdre de vue que les dispositions légales régissant l'*escape clause* sont le fruit d'un compromis entre les intérêts légitimes de la société et ceux de ses actionnaires²¹. Le caractère librement transmissible d'une action constitue un aspect fondamental de la société anonyme, qui pallie l'absence de droit de sortie des actionnaires et découle directement de sa structure capitalistique. Dans l'esprit du législateur de 1991, l'institution de l'*escape clause* visait à protéger l'actionnaire minoritaire désireux de quitter la société²², eu égard notablement à la possibilité qu'offrait l'art. 686 II du CO de 1936 de refuser tout acquéreur sans indication de motifs (et sans offre d'achat à la valeur réelle)²³.

3. Nature juridique et effets de l'escape clause

3.1 Droit de préemption légal conditionnel

L'art. 685b al.1 CO confère à la société le droit de faire une offre à la valeur réelle, qui est naturellement soumise à l'acceptation de l'actionnaire vendeur. Dès lors, l'actionnaire vendeur qui refuse l'offre de la société reste propriétaire de ses titres. S'il accepte, la société ou, le cas échéant, un tiers ou les autres actionnaires pour le compte desquels la société exerce l'*escape clause*, ont une prétention à devenir propriétaire(s) de ses actions²⁴. L'*escape clause* revêt ainsi les qualités d'un droit de préemp-

¹¹ CR-CO II – TRIGO TRINDADE, n° 12 ad art. 685b: les «*droits sociaux*» visés à l'art. 685c al. 2 CO doivent être définis par renvoi aux articles 685f al. 2 (effets des restrictions pour les actions cotées) et 656c al. 2 CO, partant le droit de vote et les droits qui y sont attachés, à l'exclusion du droit préférentiel de souscription. Il s'agit ainsi, outre du droit de vote, du droit de convoquer l'assemblée générale (et d'y faire porter un objet à l'ordre du jour), du droit d'y prendre part, du droit d'obtenir des renseignements, du droit de consulter les documents et du droit de faire des propositions. La suspension des droits sociaux émane de la théorie de l'unité de l'action et du sociétariat («*Einheitstheorie*»). A ce sujet voir FRANCINE DEFERRARD, Le transfert des actions nominatives non liées, th. Fribourg 1999, 125 ss.

¹² Art. 685b al. 1 première phrase CO.

¹³ Art. 685b al. 2 CO.

¹⁴ Art. 685b al. 1 deuxième phrase CO.

¹⁵ BSK OR II – OERTLE/DU PASQUIER, n° 2 ad art. 685c; DEFERRARD (n. 11), 137.

¹⁶ Entre autres KLÄY (n. 9), 177; PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4^{ème} éd., Zurich/Bâle/Genève 2009, § 6 N 195.

¹⁷ Art. 685a al. 2 CO.

¹⁸ Nous précisons ici, sur le plan terminologique, que la possibilité pour la société de soumettre une offre à la valeur réelle en cas d'acquisitions spéciales ne fait pas partie des cas d'application de l'*escape clause* au sens de cette contribution, nonobstant les similitudes entre les régimes.

¹⁹ BSK OR II – OERTLE/DU PASQUIER, n° 15 s ad art. 685b.

²⁰ KLÄY 180 (n. 9), et les réf. citées; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEYER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Berne 1996, § 44 N 161.

²¹ FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL (n. 20), § 44 N 106.

²² CLAIRE HUGUENIN JACOBS, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Zurich 1994, 222; DEFERRARD (n. 11), 89, et les réf. citées.

²³ FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL (n. 20), § 44 N 107.

²⁴ FRANÇOISE MARTIN, Sociétés anonymes de famille, 2^{ème} éd., Zurich/Bâle/Genève, 2013, 101.

tion *légal* conditionnel, existant indépendamment de sa présence dans les statuts²⁵. Il suffit à cet égard que les statuts disposent que le transfert des actions est soumis à l'approbation du conseil d'administration (ci après le Conseil) ou des actionnaires pour que la société puisse exercer l'*escape clause*. KLÄY désigne ainsi à juste titre l'*escape clause* comme un «*motif légal de refus pour les actions statutairement liées*»²⁶.

3.2 Effets sur les contrats de transfert d'actions et les actes de disposition

En cas d'acquisition ordinaire d'actions nominatives liées, l'approbation de la société est une condition matérielle du transfert de propriété. Les actes de disposition effectués sur les actions, en particulier l'endossement du titre incorporant les actions, la bonification du compte titres de l'acquéreur s'il s'agit de titres intermédiés ou la cession par écrit, sont sans effets aussi longtemps que la société n'a pas délivré son autorisation²⁷. En conséquence, l'exécution des contrats de vente d'actions nominatives liées non cotées (*closing*) est soumise à l'approbation du transfert par la société. Sur le plan de la technique contractuelle, il devrait s'agir (i) d'une condition à l'exécution du contrat (*closing condition*) commune au vendeur et à l'acquéreur, lequel ne paiera le prix d'acquisition qu'en présence d'une décision d'approbation du transfert et/ou (ii) d'une obligation du vendeur de remettre à l'acheteur l'approbation écrite de la société en même temps que les titres endossés²⁸. En pratique, la décision de la société porte à la fois sur l'approbation du transfert et sur la reconnaissance de l'acquéreur, ultimement sur son inscription au registre des actionnaires, bien que cette dernière n'a qu'un effet déclaratif²⁹. C'est généralement à l'actionnaire vendeur qu'il incombera de requérir l'approbation de la part de la société, préalablement au *closing*. Toutefois, rien ne s'oppose à ce que la requête émane de l'acquéreur, puisque la décision de la société tend à approuver le transfert et à le reconnaître comme actionnaire.

4. Base statutaire et organe compétent

4.1 Quorum décisionnel

La clause statutaire d'agrément fait partie des dispositions conditionnellement impératives, en ce sens que, pour être valables, les restrictions à la transmissibilité des actions nominatives doivent figurer dans les statuts³⁰. L'introduction de restrictions à la transmissibilité des actions dans les statuts d'une société est décidée par ses actionnaires et requiert une majorité qualifiée de deux tiers des voix et de la majorité absolue des valeurs nominales représentées³¹. Les statuts peuvent seulement déroger au quorum légal en introduisant des conditions plus strictes³². En revanche, l'*allègement* ou la *suppression* des restrictions statutaires ne requiert que la majorité simple de l'article 703 CO, soit la majorité absolue des voix représentées à l'assemblée générale³³. Si les actionnaires entendent soumettre la suppression ou l'allègement des restrictions à la transmissibilité des actions à une majorité qualifiée (p.ex., 75 % des voix représentées sont nécessaires pour supprimer la clause d'agrément), ils doivent adopter une disposition statutaire idoine à cette même majorité qualifiée³⁴. Cela signifie qu'un ou des actionnaires qui détiennent la majorité absolue des droits de vote peuvent causer la suppression à eux seuls des restrictions à la transmissibilité des actions. Partant, ils pourront toujours vendre librement leurs actions (ou même une partie seulement). Même si la majorité qualifiée était applicable, ce principe serait vrai, car l'organe compétent pour donner son agrément à une vente des actions est généralement le Conseil, qui est justement nommé à la majorité absolue (non qualifiée). Les restrictions statutaires au transfert des actions sont donc exclusivement le problème des actionnaires minoritaires³⁵. Il est important de garder cet aspect à l'esprit lorsque nous examinerons les conditions d'exercice et de validité de l'*escape clause*, dès lors que la protection de l'actionnaire minoritaire entre en jeu.

4.2 Organe compétent en matière de restrictions statutaires

En vertu de la clause générale de l'art. 716 al. 1 CO, le Conseil est compétent en matière de restrictions au transfert des actions nominatives, partant pour exercer l'*escape clause*. Rien n'empêche cependant la société d'attribuer à ses actionnaires la compétence d'approuver le transfert de ses actions³⁶. On observe en pratique que

²⁵ En allemand les termes usités sont «*Gesetzliches Ankaufsrecht* (ou *Ankaufsmechanismus*)». P.ex. BÖCKLI (n. 16), § 6 N 195 ss.

²⁶ KLÄY (n. 9), 178. Traduction libre de «*Gesetzlicher Ablehnungsgrund für statutarisch vinkulierte Aktien*».

²⁷ KLÄY (n. 9), 425 ss relève à juste titre que les restrictions statutaires sont avant tout un problème de droit de la société anonyme, que les modes de tradition des papiers-valeur ou titres intermédiés sous-jacents n'affectent pas.

²⁸ RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/MATTHIAS WOLF, *M&A Transaktionen nach schweizerischem Recht*, 2^{ème} éd., Zurich/Bâle/Genève, 2013, n° 9, 63; RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM, *Vollzug von Aktienkäufen*, in: Tschäni (éd), *Mergers & Acquisitions XV*, Zurich 2012, 91, 128.

²⁹ KLÄY (n. 9), 350 ss et les réf. citées.

³⁰ Art. 627 ch. 8 CO.

³¹ Art. 704 al. 1 ch. 3 CO.

³² KLÄY (n. 9), 344.

³³ Notamment KLÄY (n. 9), 347; BÖCKLI (n. 16), § 6 N 281; DEFFERRARD (n. 11), 40.

³⁴ DEFFERRARD (n. 11), 30, et les réf. citées.

³⁵ BÖCKLI (n. 16), § 6 N 280.

³⁶ BSK OR II – OERTLE/DU PASQUIER, n 8 ad art. 685a.

certaines sociétés, en général avec un actionariat restreint de caractère familial, soumettent les transferts hors du cadre familial à l'approbation d'une majorité qualifiée des autres actionnaires dans une convention. La compétence statutaire de l'assemblée générale en matière de transferts d'actions reflète alors les engagements conventionnels et les statuts soumettent en principe le transfert d'actions à une décision prise à une majorité qualifiée, la même que celle que prévoit la convention d'actionnaires. A notre sens, une telle clause statutaire soumet le transfert à l'approbation des actionnaires, mais le Conseil retient le pouvoir et la compétence de formuler une proposition à l'assemblée générale concernant, le cas échéant, les motifs du refus proposé, si le transfert peut être refusé à ce titre, ou les modalités de la fixation de la valeur réelle, si l'*escape clause* est exercée, par exemple au moyen d'une délégation au Conseil. La décision d'exercer l'*escape clause* doit être prise en conformité avec l'intérêt de la société, dans un cas concret, qui consiste à contrôler le cercle de son actionariat et notamment à en écarter les tiers indésirables. Or, les actionnaires sont, de jurisprudence constante, certes libres d'agir dans l'intérêt social, mais peuvent librement suivre le leur³⁷. En outre, dans la mesure où, au moment de la requête d'approbation, l'actionnaire vendeur est encore actionnaire, il participera ainsi à la décision de l'assemblée et, le cas échéant, sera à même de faire pencher la majorité en sa faveur, quand bien même le refus de l'acquéreur pourrait correspondre à un véritable intérêt social. Ensuite, l'exercice de l'*escape clause* peut amener la société à acquérir ses propres actions. Il est dès lors cohérent que l'organe qui décide de l'exercice de l'*escape clause* soit celui compétent en matière d'achat d'actions propres. Cela est d'autant plus vrai que la société qui envisage d'exercer l'*escape clause* pour son compte doit observer les dispositions sur l'achat d'actions propres³⁸. Comme nous allons le voir, l'achat d'actions propres suppose en outre la prise de décisions de gestion spécifiques, le cas échéant dans un horizon de temps restreint, guère compatibles avec le mode de convocation et de fonctionnement de l'assemblée générale. Enfin, en matière d'achats d'actions propres, nous verrons dans le chapitre suivant que le Conseil ne peut pas en déléguer la compétence à la direction. Cela nous paraît une raison supplémentaire pour ne pas attribuer la compétence d'autoriser ou de refuser un transfert d'actions aux actionnaires, respectivement de la déléguer à la direction³⁹. Le Conseil nous semble le plus à même de décider de l'exercice de l'*escape clause*, et d'assumer la responsabilité de son exercice.

³⁷ Sous réserve de l'exercice abusif des droits de la majorité à l'encontre des minoritaires. Voir à ce sujet notamment arrêt du TF 4c.242/2001 du 3 mars 2003, c.3.3; arrêt du TF 4A_205/2008 du 19 août 2008, c. 4.1.

³⁸ KLÄY (n. 9), 185 et *infra* II. 2.

³⁹ *Contra*: BSK OR II – OERTLE/DU PASQUIER, n 8 ad art. 685a.

II. Achat par la société de ses propres actions

1. Note préliminaire: relations avec les restrictions statutaires au transfert des actions

Lorsque la société fait usage de l'*escape clause* pour son propre compte, elle s'engage à acquérir ses propres actions. Elle doit dès lors observer les conditions et les limites imposées par le droit des sociétés à l'acquisition d'actions propres. La compétence de décider d'acheter ses actions revient au Conseil de la société⁴⁰. Si le Conseil ne peut déléguer cette compétence à la direction (attribution inaliénable), les statuts peuvent cependant l'attribuer à l'assemblée générale (attribution transmissible)⁴¹.

Les limites imposées par le droit commercial doivent être considérées à notre sens comme des *conditions matérielles* à l'exercice de l'*escape clause*⁴². Si celles-ci ne sont pas ou ne peuvent pas être satisfaites, l'exercice de l'*escape clause* pourrait souffrir de nullité, notamment si les règles sur la protection du capital-actions sont violées (*i.e.*, réserves librement disponibles à concurrence du montant du rachat). Dans tous les cas, il incombe au Conseil de clarifier, pendant le délai de refus maximal de trois mois de l'art. 685c al. 3 CO, si les conditions légales d'un rachat d'actions sont satisfaites⁴³. Dans la mesure où elle affecte les achats d'actions propres, nous évoquons les changements survenus – avec l'entrée en vigueur du nouveau droit comptable – et à survenir, en lien avec la révision du droit des sociétés⁴⁴.

2. Conditions et limites en droit commercial

2.1 Limites en pourcentage du capital-actions

La société ne peut acquérir plus de 10 % de son propre capital⁴⁵. Lorsque les actions sont acquises consécutivement à l'exercice de l'*escape clause*, le seuil de détention maximal s'élève à 20 %; cependant, la part comprise entre

⁴⁰ BSK OR II – OERTLE/DU PASQUIER, n° 9 ad art. 685a.

⁴¹ CR CO II – TRIGO TRINIDADE, n° 8 ad art. 659–659a.

⁴² Egalement KLÄY (n. 9), 185.

⁴³ BÖCKLI (n. 16), § 6 N 202. Logiquement, le Conseil doit également examiner la nécessité d'une réduction de capital si les seuils fixés à l'art. 659 al. 2 CO limitant le rachat d'actions propres sont dépassés.

⁴⁴ Message et projet du Conseil fédéral concernant la révision du Code des obligations (Droit de la société anonyme et droit comptable; adaptation des droits de la société en nom collectif, de la société en commandite, de la société à responsabilité limitée, de la société coopérative, du registre du commerce et des raisons de commerce), FF 2008 1407 ss pour le message et FF 2008 1571 ss pour le projet (cités ci-après «Message 2007» et «P-CO»). Voir concernant les conséquences du nouveau droit comptable et du P-CO sur le rachat d'actions propres la contribution de JACQUES IFFLAND, Le rachat d'actions propres – Ce que le projet de révision du droit de la société anonyme prévoit de changer, GesKR (Sondernummer) 2008, 52.

⁴⁵ Art. 659 al. 1 CO.

10 % et 20 % doit être ramenée à 10 % dans les deux ans, soit par une réduction de capital, soit par une aliénation⁴⁶.

Il se peut que la société acquière ses propres actions à différents titres; (i) dans le cadre d'un achat ordinaire d'une part, (ii) en lien avec l'*escape clause* d'autre part. Lorsque la société a acquis une participation, par exemple, de 14 % en exerçant l'*escape clause*, elle peut s'engager à acheter une autre participation représentant un maximum de 6 % de la part d'un autre actionnaire en dehors du cadre de l'*escape clause*: ce n'est pas le moment de l'achat qui est déterminant pour appliquer le seuil de 10 % ou 20 %, mais son motif⁴⁷. La base de calcul est le capital nominal (y compris un éventuel capital participation⁴⁸) inscrit au registre du commerce au moment de l'acquisition. Ainsi, les actions émises en cours d'exercice sur la base du capital conditionnel consécutivement à l'exercice de droits de conversion et/ou d'option en faveur des créanciers sociaux et/ou des travailleurs, et qui n'ont pas encore été inscrites au registre du commerce, ne sont pas prises en compte. Les seuils de 10 % et/ou 20 %, sous l'angle du droit commercial, constituent selon la doctrine largement majoritaire des prescriptions d'ordre («*Ordnungsvorschriften*»), dont le non-respect par la société n'entraîne pas la nullité de l'achat⁴⁹. Le dépassement de ces seuils n'en demeure pas moins illicite. En raison de l'illicéité du dépassement du seuil de 20 %, la société devrait dans un tel cas convoquer une assemblée générale de ses actionnaires dans le délai de trois mois de l'art. 685c al. 3 CO (ou un délai statutaire moins long) pour prendre la décision de principe de annuler la part excédant 20 %. Or, si le délai de convocation de 20 jours ne pose *a priori* pas problème eu égard au délai de trois mois, il faut garder à l'esprit que, conformément à l'art. 732 al. 2 CO, l'assemblée ne peut prendre sa décision que sur la base d'un rapport émanant d'un réviseur agréé attestant que les dettes sont couvertes en dépit de la réduction envisagée⁵⁰. En d'autres termes, le Conseil doit agir vite s'il entend exercer l'*escape clause* dans le but de détruire la participation acquise et éviter toute responsabilité. Si la société exerce l'*escape clause* en vue de annuler la participation acquise sur la base d'une décision

de l'assemblée générale de réduire le capital, la limite de 20 % n'est pas applicable⁵¹.

2.2 Egalité de traitement entre actionnaires

Dès lors que la décision d'achat d'actions propres appartient au Conseil, ce dernier est soumis à cet égard aux principes régissant son activité, en particulier le principe de l'égalité de traitement entre les actionnaires au sens de l'art. 717 al. 2 CO⁵². L'achat d'actions propres consécutif à l'exercice de l'*escape clause* constitue selon nous un cas d'application spécial du rachat d'actions. La société ne souhaite pas principalement acquérir ses propres actions. L'acquisition découle du refus d'approuver un transfert de ses actions. Elle est subordonnée à un cas d'aliénation par un actionnaire, qui précisément ne souhaite pas vendre sa participation à la société, mais à un tiers. Dans le cadre de l'*escape clause*, l'actionnaire vendeur se trouve incontestablement dans une situation différente de celle des autres actionnaires. En conséquence, un traitement différencié de l'actionnaire vendeur par rapport aux actionnaires se justifie. Notamment, la société ne doit pas soumettre une offre d'achat proportionnelle aux autres actionnaires en même temps qu'elle offre au vendeur d'acquérir ses actions. En revanche, lorsque la société exerce l'*escape clause* pour le compte des autres actionnaires, elle doit les traiter de manière égale⁵³, en leur proposant d'acquérir une partie des titres proportionnellement à leur participation. Le même principe vaut en cas de revente des actions aux actionnaires restants⁵⁴.

2.3 Financement et comptabilisation des actions propres

a. Financement au moyen de fonds propres librement disponibles

L'art. 659 al. 1 CO impose à la société de financer l'acquisition d'actions propres à charge des fonds propres librement disponibles. Ceux-ci correspondent au montant des fonds propres au bilan (i) excédant la part non disponible de la réserve générale (soit 50 % du capital-actions nominal, respectivement 20 % pour les sociétés holding)⁵⁵, et le capital-actions nominal et (ii) qui ne sont

⁴⁶ Art. 659 al. 2 CO.

⁴⁷ CR CO II – TRIGO TRINDADE, n° 22 ad art. 659–659a.

⁴⁸ L'art. 659 al. 3 P-CO prévoit dans sa version actuelle que le calcul doit être effectué séparément pour le capital-participation.

⁴⁹ Entre autres BÖCKLI (n. 16), § 4 N 267; PETER NOBEL, Vom Umgang mit eigenen Aktien, Schriften zum neuen Aktienrecht, Band 6, Zurich 1994, 26.

⁵⁰ A teneur du P-CO, l'assemblée générale pourra prendre sa décision au début de la procédure de réduction (ordinaire) de capital, avant l'obtention du rapport du réviseur. Voir à ce sujet PETER R. ISLER/ GAUDENZ G. ZINDEL, Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen in der Aktienrechtsrevision, in: Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsrevision, eine Standortbestimmung per Ende 2010, Zurich/St-Gall 2010, 81 ss.

⁵¹ Entre autres CR CO II – TRIGO TRINDADE, n° 14 ad art. 659–659a; BÖCKLI (n. 16), § 8 N 275, qui écrit à juste titre que la constitution d'une réserve pour actions propres n'est le cas échéant pas requise non plus (celle-ci n'est de toute manière plus requise avec l'entrée en vigueur du nouveau droit comptable: art. 959a al. 2 ch. 3 lit. e. CO et *infra* II.2.3b). En revanche, même dans la perspective de détruire des actions, la diminution des liquidités nécessaires à l'acquisition à l'actif devrait entraîner une diminution des fonds propres librement disponibles au passif.

⁵² Entre autres BSK OR II – LENZ/VON PLANTA, n° 7a ad art. 659; STEPHAN WEIBEL, Verkauf eigener Aktien an einzelne Aktionäre, RSDA 2009, 353, 359.

⁵³ KLÄY (n. 9), 189.

⁵⁴ Notamment WEIBEL (n. 52), 359.

⁵⁵ Par souci de concision, nous ne souhaitons pas aborder ici le débat doctrinal sur le caractère distribuable de la part de la réserve géné-

pas affectés à une réserve légale (par exemple, la réserve de réévaluation) ou statutaire⁵⁶. Le bénéfice au bilan est toujours librement disponible⁵⁷. Si le dernier exercice s'est soldé par une perte, celle-ci doit être déduite des fonds propres pour déterminer s'il existe suffisamment de fonds propres librement disponibles⁵⁸.

C'est en premier lieu le dernier bilan audité (sous réserve d'un *opting out*) et approuvé par l'assemblée générale (bilan ordinaire) qui servira de base de calcul au Conseil. Bien que la loi n'impose pas l'établissement d'un bilan intermédiaire lorsque la date de clôture du dernier bilan ordinaire remonte à plus de six mois, nous pensons que le Conseil doit établir un bilan intermédiaire, par analogie avec les dispositions relatives au paiement d'un dividende aux actionnaires, dès lors que le paiement du prix d'achat d'actions propres est assimilé à un versement à l'actionnaire vendeur. La même solution devrait prévaloir s'il y a lieu de penser que les fonds propres de la société ont diminué depuis la date de clôture remontant à moins de six mois⁵⁹. Cette obligation supplémentaire faite au Conseil limite son exposition à une éventuelle action en responsabilité fondée sur un appauvrissement de la société et devrait au demeurant découler de son devoir de diligence dans la gestion financière de l'entreprise. Enfin, si les actions sont acquises en vue d'être détruites, ce sont les règles sur la réduction du capital-actions qui s'appliquent: l'achat est effectué à charge des fonds propres librement disponibles de la société et leur destruction entraîne une diminution du capital-actions à concurrence de leur valeur nominale⁶⁰.

La nécessité de disposer de fonds propres librement disponibles à concurrence du montant de l'acquisition des actions visées par l'*escape clause* fait courir le danger au Conseil qu'il focalise son attention sur le côté passif du bilan. Or, le financement de l'achat d'actions propres

nécessite également la disponibilité à l'actif du bilan de liquidités à concurrence du prix d'achat. L'emploi de ces liquidités ne doit pas se faire au détriment de l'exploitation ordinaire de la société et devrait revêtir aux yeux du Conseil la même importance que le respect des conditions formelles précédemment énumérées⁶¹. Cela vaut également lorsque la société envisage d'acheter ses propres actions en lien avec l'*escape clause*. En particulier, nous sommes d'avis que le Conseil ne doit pas, sous peine de responsabilité, exercer l'*escape clause* pour le compte de la société si les liquidités mobilisées sont nécessaires à l'exploitation ordinaire de l'entreprise. Cette restriction devrait à notre sens également diminuer l'exposition de l'actionnaire vendeur à une éventuelle action en restitution selon l'art. 678 al. 2 CO (restitution d'une prestation en disproportion avec la situation économique de la société) voire, en cas de faillite subséquente de la société, à une action révocatoire au sens des art. 285 ss LP.

b. Réserve négative à charge des fonds propres librement disponibles

Dans sa teneur actuelle, l'art. 659a CO impose d'affecter à une réserve (positive) séparée au passif du bilan un montant correspondant au prix d'achat des actions propres, constituée à partir des fonds propres librement disponibles. Or, en application du nouveau droit comptable en vigueur depuis le premier janvier 2013⁶², les actions propres ne doivent plus être portées à l'actif du bilan, avec inscription au passif d'une réserve positive à concurrence du montant de l'acquisition, mais directement en diminution des fonds propres, en conformité avec les standards IFRS⁶³. Nous parlerons à cet égard de réserve négative. La réserve spéciale (positive) prévue à l'art. 659a al. 2 CO est donc abandonnée au profit de la réserve négative⁶⁴. La constitution d'une réserve négative

rale constituée par l'agio. Nous nous rallions à la pratique largement admise par la doctrine en dépit du sens littéral de l'art. 680 al. 2 CO de la distribution des réserves en capital en franchise d'impôt, qui suppose que l'agio, pour autant qu'il dépasse 50 % ou 20 % du capital nominal, soit distribuable aux actionnaires comme dividende. *Contra*: PETER BÖCKLI, L'agio, champ de bataille, ECS 8/2011, 546.

⁵⁶ PHILIPPE JACQUEMOUD/AURÉLIEN PASQUIER, Responsabilité du conseil d'administration avant et après le surendettement – Réflexions sur la restructuration d'entreprise (assainissement), SJ 2013 II 271, 276.

⁵⁷ BÖCKLI (n. 16), § 4 N 229; URS KÄGI, Kapitalerhaltung als Ausschüttungsschranke – Grundlage, Regelung und Zukunft im Aktienrecht, th. Zurich/St-Gall 2012, 280 et à d'autres endroits; LUKAS GLANZMANN/MARKUS WOLF, Cash Pooling – Was ist noch zulässig?, GesKR 2014, 264, 271 (qui illustre la libre disponibilité du bénéfice au bilan par l'exemple de Swisscargo SA au 31 décembre 2000).

⁵⁸ BÖCKLI (n. 16), § 4 N 229.

⁵⁹ Du même avis BÖCKLI (n. 16), § 4 N 228, qui infère cependant l'obligation d'établir un bilan intermédiaire de l'application par analogie des dispositions sur l'augmentation de capital au moyen de fonds propres (art. 652d CO).

⁶⁰ LUKAS HANDSCHIN, Rechnungslegung im Gesellschaftsrecht, Bâle 2013, n° 921, 924 et 925. La différence au bilan est attribuée aux réserves en capital.

⁶¹ BÖCKLI (n. 16), § 4 N 261.

⁶² LF du 23 décembre 2011 (Droit comptable; RO 2012 6679; FF 2008 1407). L'art. 2 des dispositions transitoires de la modification du 23 décembre 2011 prévoit que le nouveau droit comptable est applicable au plus tard à compter de l'exercice qui commence deux ans après son entrée en vigueur, soit dès l'exercice 2015 (respectivement dès l'exercice courant du premier juillet 2015 au 30 juin 2016).

⁶³ Art. 959a al. 2, ch. 3. lit. e. CO. Voir à ce sujet BÖCKLI (n. 16), § 4 N 229; HANDSCHIN (n. 60), n° 918.

⁶⁴ Ce point est cependant débattu. Pour l'abandon de la réserve positive de l'art. 659a al. 2 CO, entre autres: MARKUS R. NEUHAUS/LAURENZ SCHNEIDER, Steuerliche Aspekte des revidierten Rechnungslegungsrechts, ECS 12/2013, 808, 817; HANDSCHIN (n. 60), n° 920; CHRISTIAN HAAS, Actions propres et perte de capital, ECS 12/2013, 928, 930. Pour le maintien de la réserve positive: BERNARD RAFFOURNIER, Actions propres et réserve pour actions propres, ECS 1-2/2014, 199, 122; BENJAMIN CHAPUIS, Actions propres: Réserve... ou pas? [sic], ECS 8/2013, 490. En toute hypothèse, le prix d'achat doit réduire d'autant la substance que peut distribuer la société à ses actionnaires pendant la durée de détention des actions propres, soit ses fonds propres librement disponibles («*Sperfunktion*»). C'est (était) la fonction de la réserve de l'art. 659a al. 1 CO. Il découle de l'art. 659 al. 1, en conjonction avec l'art. 959a al. 2 ch. 3 lit. e. CO, que le poste négatif des fonds propres selon le nouveau droit comptable diminue nécessairement les fonds propres librement disponibles, et donc assure la fonction de blocage des dis-

dans les fonds propres à concurrence du coût d'acquisition des actions propres soulève la question de savoir à charge de quel type de fonds propres est effectué l'achat d'actions propres. Le nouveau droit comptable ne prescrit rien à ce sujet⁶⁵. En conséquence, le Conseil, qui est compétent en matière d'achat d'actions propres, devrait être libre de décider de financer l'acquisition à charge des fonds propres librement disponibles constitués par (i) les réserves constituées à partir des apports en capital (s'il y en a) ou (ii) par les bénéfices des exercices écoulés⁶⁶. Les conséquences fiscales du choix du Conseil seront toutefois déterminantes pour l'actionnaire vendeur, qui préférera le premier terme de l'alternative. Nous y reviendrons en conséquence plus loin⁶⁷.

3. Conséquences fiscales du rachat d'actions propres

3.1 Conséquences pour les personnes physiques domiciliées en Suisse: exception au gain en capital exonéré

L'acquisition d'actions propres soulève pour l'actionnaire personne physique détenant les titres dans sa fortune privée le problème crucial de la *liquidation partielle directe* en droit fiscal. En effet, celui-ci risque de se voir confronté à l'imposition d'un excédent de liquidation au

titre de l'impôt sur le revenu au lieu de bénéficier d'un gain en capital exonéré.

Selon les art. 16 al. 3 LIFD et 7 al. 4 lit. b LHID, le gain en capital privé réalisé par des personnes physiques domiciliées en Suisse détenant leurs actions dans leur fortune privée⁶⁸ est en principe franc d'impôts. La législation fiscale en matière d'impôts sur le revenu et d'impôt anticipé instaure cependant une forme d'exception au principe du gain en capital privé exonéré pour les personnes physiques en cas de vente à la société⁶⁹. Ces dernières, en vendant leurs actions à la société et lorsque les conditions légales sont remplies, ne réalisent non pas un gain en capital, mais un excédent de liquidation imposable, correspondant à la différence entre le prix de vente et la valeur nominale des actions⁷⁰. Si la société finance l'acquisition en remboursant des apports, agios ou versements supplémentaires selon l'art. 20 al. 3 LIFD, il convient de soustraire du prix de vente le montant desdits remboursements pour déterminer la base imposable⁷¹. En tant que rendement imposable de la fortune mobilière, l'excédent de liquidation est soumis à l'impôt anticipé selon l'art. 4a LIA, récupérable aux conditions des art. 21 ss LIA.

La section qui suit énumère les événements entraînant une liquidation partielle directe qui sont pertinents pour l'exercice de l'*escape clause*. Il sied de relever d'emblée que la législation fiscale renvoie aux art. 659 ss CO. Ce renvoi, notamment en matière de seuils et, pour le délai de deux ans de l'art. 659 al. 2 CO, assure une certaine homogénéité entre les droits fiscal et civil, ce qui paraît suffisamment rare pour mériter d'être souligné. Le Tribunal fédéral a d'ailleurs récemment affirmé qu'il s'agissait d'un renvoi de portée générale, en ce sens que le dépassement des seuils prévus par le droit commercial entraîne toujours la liquidation directe des actions acquises au-delà de ces seuils, y compris lorsque les actions sont acquises et/ou détenues par une filiale de la société⁷².

3.2 Liquidation partielle directe

L'art. 4a LIA règle deux catégories d'états de fait pertinents pour la liquidation des actions propres et, partant la perception de l'impôt anticipé dans l'année pendant laquelle ils surviennent. Nous parlerons de liquidation immédiate lorsque l'impôt anticipé est dû dès l'acquisition (d'une partie) des actions, respectivement de liquidation différée lorsque c'est l'expiration de délais légaux qui dé-

tributions. Aussi, nous sommes d'avis que la réserve positive pour actions propres de l'art. 659a al. 2 CO n'a plus lieu d'être sous l'empire du nouveau droit.

⁶⁵ L'art. 659 al. 4 P-CO prévoit cependant que l'acquisition d'actions propres est effectuée à charge des réserves constituées par les bénéfices, ce qui entraînerait les conséquences fiscales décrites *infra* au chapitre II.3.4.

⁶⁶ La distribution aux actionnaires de prestations d'*agio* (réserves en capital), affectées à la réserve générale en vertu de l'art. 671 al. 2 ch. 1 CO, n'est en principe possible qu'au détour d'une décision (des actionnaires) de recomptabilisation dans les réserves libres, voir JÜRIG KILCHMANN/THOMAS LINDER, Premières expériences avec le principe de l'apport en capital, *in*: LEGNAUER/REZZONICO (éd.), Perspectives et risques de nouveautés juridiques 2011/2012, Zurich 2012, 44, 46. On peut donc se poser la question de l'éventuelle compétence de l'assemblée générale lorsque l'acquisition des actions propres entraîne la dissolution de réserves en capital. Nous y répondrons par la négative. La doctrine considère que l'acquisition d'actions propres entraîne la distribution de fonds propres librement disponibles en dehors des instruments légaux traditionnels que sont le paiement d'un dividende ou la réduction de capital et qui relèvent de la compétence des actionnaires, puisque c'est le Conseil qui est compétent (entre autres HANDSCHIN (n. 60), n° 897, note 345; BSK OR II – LENZ/VON PLANTA, n 2 ad art. 659–659b et n 2a ad art. 659). Si ce dernier est (exceptionnellement) compétent pour distribuer des fonds propres librement disponibles dans le cadre de l'achat d'actions propres, il devrait l'être pour décider quel(s) poste(s) de ces fonds propres seront affectés, même si une recomptabilisation dans les réserves libres se révélait nécessaire à cet effet (*e majore a minus*). Il serait au demeurant choquant que seuls les actionnaires soient compétents pour atténuer les conséquences fiscales d'un rachat d'actions propres, déchargeant ainsi les administrateurs de leur responsabilité d'exercer l'*escape clause* de façon ménagère (*infra* V.4).

⁶⁷ *Infra* II.3.4.

⁶⁸ Afin de ne pas alourdir inutilement le texte, nous parlerons de personnes physiques pour décrire les actionnaires, personnes physiques domiciliées en Suisse, qui détiennent leurs actions nominatives (liées) dans leur fortune personnelle.

⁶⁹ Art. 20 al.1 lit. c LIFD, 7 al. 1bis LHID et art. 4a LIA.

⁷⁰ Circulaire AFC n° 5 «propres droits de participation» du 19 août 1999, ch. 2.1.

⁷¹ XAVIER OBERSON, Droit fiscal suisse, 4^{ème} édition, Bâle 2012, § 7 N 148.

⁷² Arrêt du TF 2C_268/2009 du 10 octobre 2009, ASA 78, 579, c. 2.2.2.

clenche l'obligation fiscale. Il résulte des dispositions fiscales que des actions acquises au même moment peuvent être liquidées, sur le plan fiscal, à des moments différents.

a. Liquidation immédiate

Selon l'article 4a al. 1 LIA, la survenance des événements suivants entraîne la liquidation immédiate des actions acquises par la société, dès leur transfert⁷³:

- Les actions sont acquises en lien avec une réduction de capital;
- Si aucune réduction de capital n'a lieu, les actions acquises au-delà de la limite de 20 % (art. 659 al. 2 CO) sont considérées comme liquidées.

b. Liquidation différée

Selon l'article 4a al. 2 LIA, la survenance des événements suivants entraîne la liquidation des actions acquises par la société, de manière différée par rapport au moment de leur acquisition:

- La part comprise entre 10 % et 20 % (art. 659 al. 2 CO) n'est pas aliénée dans un délai de deux ans à compter de son acquisition;
- La part comprise entre 0 % et 10 % n'est pas aliénée dans un délai de six ans à compter de son acquisition. Si la société a procédé à plusieurs achats d'actions propres différés dans le temps, le principe *first in first out* est appliqué par l'AFC pour déterminer quelles actions sont liquidées par l'écoulement du délai de six ans⁷⁴.

3.3 Conséquences pour les personnes morales

Lorsque l'actionnaire vendeur est lui-même une société anonyme (ou une autre personne morale assujettie à l'impôt sur le bénéfice), la plus-value qu'il réalise en cas d'aliénation, à l'instar des rendements du capital, est soumise à l'impôt sur le bénéfice dès lors qu'elle accroît le solde du compte de résultat⁷⁵. Dans les grandes lignes, la plus-value liée à la vente d'une participation correspond à la différence entre le prix de vente et sa valeur fiscale déterminante pour l'impôt sur le bénéfice. La liquidation partielle directe au sens de l'art. 4a LIA revêt donc moins d'importance pour l'actionnaire personne morale ou qui détient les actions dans sa fortune commerciale. Dans des situations spécifiques, selon la structure de l'acquisition, la liquidation partielle directe présente cependant un enjeu pour la société actionnaire qui peut faire valoir un allègement de sa charge fiscale au moyen de la réduction

pour participations au sens des art. 69 et 70 LIFD⁷⁶. En revanche, l'écoulement du délai de deux, respectivement six ans, ne remet pas en cause une éventuelle réduction pour aliénation de participation au sens de l'art. 70 al. 4 LIFD que l'actionnaire personne morale a fait valoir lors de la vente. Il s'agit d'une différence importante par rapport aux personnes physiques, pour lesquelles l'écoulement des délais de l'art. 4a al. 2 LIA entraîne une requalification du gain en capital exonéré en excédent de liquidation imposable selon l'art. 20 al. 1 lit. c LIFD⁷⁷.

3.4 Effets de la réforme fiscale des entreprises II sur la liquidation partielle directe

Avec l'introduction depuis le 1^{er} janvier 2011, dans le cadre de la réforme de l'imposition des entreprises II (RIE II), du principe de l'*apport de capital*, les remboursements des réserves constituées d'apports, d'agios et de versements supplémentaires effectués après le 31 décembre 1996 sont traités comme des remboursements du capital-actions selon l'art. 20 al. 3 LIFD. Lesdits remboursements ne sont, contrairement aux autres réserves, pas imposables en cas de distribution⁷⁸. Dans ce contexte, nous parlerons de réserves en capital pour désigner la substance remboursée. L'art. 125 al. 3 LIFD introduit une condition supplémentaire à l'exonération fiscale, d'ordre formel; la société doit faire apparaître les réserves en capital à un poste spécifique de son bilan commercial. Dès lors que l'impôt anticipé est de nature prophylactique et garantit l'imposition du revenu, l'art. 5 al. 1bis LIA a été modifié dans la foulée en ce sens que le remboursement des réserves en capital n'est pas soumis à l'impôt anticipé.

Concernant l'impôt sur le revenu, les remboursements de réserves en capital ne sont désormais plus imposables en cas de détention des titres dans la fortune privée. En l'absence de disposition légale expresse en matière d'impôt sur le bénéfice introduite par la RIE II, ces allègements ne sont pas applicables lorsque les titres sont détenus dans la fortune commerciale, à l'égard de laquelle

⁷³ Circulaire AFC n° 5, ch. 2.1.

⁷⁴ Dans des cas concrets, l'AFC a reconnu dans le cadre de *rulings* que le principe *last in first out* s'appliquait en relation avec la liquidation immédiate, ce qui est cohérent.

⁷⁵ Art. 58 al. 1 LIFD.

⁷⁶ Cela tient au fait que les conditions d'une réduction diffèrent selon que le revenu est un rendement (art. 69 LIFD) ou un gain en capital (art. 70 al. 4 LIFD). En cas de liquidation des actions au sens de l'art. 4a LIA, le revenu imposable est un rendement. On peut donc se trouver dans la situation où la partie «non liquidée» (gain en capital) inférieure à 10 % ou 20 % ne remplit pas les conditions de l'art. 70 al. 4 lit. b LIFD (p. ex. en cas d'aliénation partielle d'une participation dont la valeur vénale est inférieure à CHF 1'000'000) et la partie «liquidée» (rendement) supérieure à 10 % ou 20 % ne remplit pas non plus les conditions de l'art. 69 LIFD (p. ex. partie liquidée inférieure à 10 % de la société achetant ses actions et valeur vénale inférieure à CHF 1'000'000). Un *ruling* fiscal est recommandé, étant précisé que les questions d'impôt sur le bénéfice seront traitées par l'administration fiscale cantonale, tandis que les questions d'impôt anticipé le seront par l'administration fiscale fédérale.

⁷⁷ Circulaire AFC n° 5, ch. 4.3.c

⁷⁸ OBERSON (n. 71), § 7 N 132.

le principe de la valeur comptable continue à prévaloir⁷⁹. En revanche, les remboursements de réserves en capital sont en tous les cas exemptés de l'impôt anticipé selon l'art. 5 al. 1bis LIA, que les titres soient détenus dans la fortune privée ou commerciale de l'actionnaire⁸⁰.

En matière d'achat d'actions propres et plus particulièrement de liquidation partielle directe, le remboursement des réserves en capital en franchise d'impôt a un impact considérable, lorsque la société dispose librement de telles réserves, et que l'actionnaire vendeur est une personne physique, détenant les actions dans sa fortune privée. La pratique de l'Administration fédérale des contributions (AFC) permet aux sociétés de constituer dans le bilan commercial de la société la réserve pour actions propres visées à l'article 659a al. 2 CO à partir des réserves en capital (poste spécifique). Logiquement, le nouveau droit comptable en vigueur devrait permettre que la réserve négative soit comptabilisée en diminution des réserves en capital⁸¹. Si les actions propres sont revendues dans les délais de deux et/ou six années de l'art. 4a al. 2 LIA, le poste spécifique des réserves en capital ne doit plus être affecté à la réserve pour actions propres⁸², respectivement, selon le nouveau droit comptable, la réserve négative disparaît. Le montant correspondant des réserves en capital peut ainsi être (à nouveau) distribué aux autres actionnaires en franchise d'impôt. Dès la survenance du cas de liquidation directe différée, l'imposition a lieu selon la réserve pour actions propres constituée au moment de l'acquisition⁸³. Cette précision est importante pour les actionnaires personnes physiques; si la réserve a été constituée à partir de réserves en bénéficiaires, elle entraîne, deux et/ou six années après la vente, la requalification du gain en capital exonéré en excédent de liquidation imposable. Si la réserve a été constituée à partir des réserves en capital, celles-ci sont considérées comme ayant été définitivement remboursées à l'actionnaire personne physique, en franchise d'impôt. En cas de revente des actions fiscalement liquidées, la différence entre le prix d'émission (de vente) et leur valeur nominale représente un apport affecté aux réserves en capital⁸⁴.

Lorsque la société acquiert ses actions (i) en vue de les annuler dans le cadre d'une réduction de capital et/ou (ii) pour une part supérieure, dans le cadre de l'*escape clause*, à 20 % du capital inscrit au registre du commerce (liquidation partielle immédiate), l'actionnaire vendeur ne devrait selon nous pas être imposé si l'achat d'actions

propres entraîne la dissolution de réserves en capital correspondantes.

De lege ferenda, l'article 659a al. 4 P-CO prévoit que, en dérogation au système actuel, les achats d'actions propres ne pourront être financés *qu'au moyen des réserves issues du bénéfice*, à l'exclusion de celles issues du capital. Si le P-CO devait finalement être applicable en l'état, l'achat d'actions propres en franchise d'impôt ne serait en conséquence plus possible, à moins d'une réduction de capital aux conditions énoncées précédemment⁸⁵. Il demeurerait néanmoins une incertitude concernant cette dernière possibilité. Probablement que dans un tel cas, l'achat, à concurrence du montant des réserves en capital dissoutes, ne serait pas taxé.

3.5 Résumé des conséquences fiscales pour l'actionnaire

L'exercice de l'*escape clause* pour le compte des autres actionnaires ou de tiers place, du point de vue fiscal, l'actionnaire dans la même situation que s'il avait vendu sa participation à l'acquéreur contractuel: s'il est une personne physique, le gain en capital est exonéré. Suivant le prix de vente des actions et la situation individuelle de l'actionnaire, l'exercice de l'*escape clause* pour le compte de la société peut entraîner une charge fiscale, soit une moins-value (eu égard à la possibilité d'un gain en capital exonéré), d'environ 40 % suivant les taux d'imposition cantonaux. Les points de savoir (i) si la société exerce l'*escape clause* pour le compte d'autres actionnaires ou de tiers et/ou (ii) à charge de quel type de fonds propres librement disponibles la société acquerra les actions propres de l'actionnaire, sont donc essentiels pour ce dernier. Ce d'autant plus que l'exercice de l'*escape clause* entrave déjà son droit à réaliser pleinement son investissement. Nous y reviendrons dans le cadre de l'exercice ménager de l'*escape clause* par la société, qui lui impose d'exercer son droit de la façon la moins dommageable pour l'actionnaire qui vend ses titres⁸⁶.

III. L'exercice de l'*escape clause* par la société: aperçu du fonctionnement

1. Contenu et objet de l'offre

1.1 Une offre d'achat à la valeur réelle

L'actionnaire qui a conclu la vente de ses actions doit requérir l'approbation de la société pour en transférer la

⁷⁹ GUISEPPE SOTTILE/NELLY IGLESIAS, *in*: Chabot (éd.), *Développements récents en droit commercial II*, CEDIDAC, Lausanne, 2013, 38.

⁸⁰ SOTTILE/IGLESIAS (n. 79), 38.

⁸¹ NEUHAUS/SCHNEIDER (n. 64), 818.

⁸² Circulaire AFC n° 29 «principe de l'apport en capital», ch. 4.2.3.

⁸³ *Ibid.*

⁸⁴ *Ibid.*

⁸⁵ A teneur des art. 653 ss P-CO, l'assemblée générale pourra autoriser le Conseil à augmenter et à réduire le capital-actions dans les limites maximale et inférieure d'une marge de fluctuation («*Kapitalband*»). Cette faculté devrait le cas échéant garantir une flexibilité accrue au Conseil en matière d'achat d'actions propres.

⁸⁶ *Infra* V.4.

propriété à l'acheteur. Pour pouvoir valablement refuser d'approuver le transfert, la société doit offrir à l'actionnaire vendeur d'acquérir ses actions à leur *valeur réelle* au moment de la requête d'approbation⁸⁷, dans le délai légal de trois mois de l'art. 685c al. 3 CO ou un délai statutaire moins long. La société n'est pas tenue d'indiquer les raisons de son refus, ce qui rapproche l'institution de l'*escape clause*, sur le plan fonctionnel, d'un droit de préemption, que la société peut conférer à ses actionnaires lorsqu'elle exerce l'*escape clause* pour leur compte (sous réserve de l'acceptation de l'offre par l'actionnaire vendeur). L'offre n'a pas besoin d'être chiffrée. La société peut se limiter à indiquer son engagement ferme à acquérir les actions à la *valeur réelle*, sans pour autant en préciser le montant⁸⁸. Du point de vue de la société, il n'est au demeurant pas toujours indiqué de s'engager sur un montant précis⁸⁹. L'offre d'acheter les actions à la valeur réelle est une condition nécessaire au refus d'approbation; l'indication d'un prix maximal de reprise qui se révélerait ultérieurement inférieur à la valeur réelle n'est pas de nature à empêcher le transfert des actions⁹⁰. Or, au moment de la requête d'approbation, la valeur réelle n'est pas encore fixée de manière définitive. En se bornant à offrir la *valeur réelle* sans en préciser le montant, la société s'assure donc en partie de la validité de son refus et s'octroie une certaine marge de manœuvre en vue des négociations avec le vendeur sur le prix d'acquisition définitif de sa participation. L'absence d'exigence de chiffrer son offre ne dispense bien entendu pas le Conseil de son devoir de diligence, lequel l'oblige notamment à évaluer la valeur réelle des actions avant de formuler son offre, ne serait-ce que pour s'assurer que la société, si elle entend exercer l'*escape clause* pour son compte, a les moyens financiers d'exécuter l'acquisition. La diligence des administrateurs est à cet égard d'autant plus requise que l'offre de rachat est inconditionnelle, et que la société ne peut pas la retirer. Enfin, la loi ne soumet l'offre de la société à aucune condition de forme. S'agissant cependant d'une décision du Conseil, cette dernière devrait être formalisée par écrit⁹¹. En tous les cas, et étant donné le caractère péremptoire du délai de refus, le bon sens commande de présenter l'offre par écrit à des fins de preuve.

a. Objet de l'offre

L'offre de la société doit porter sur toutes les actions cédées par l'actionnaire vendeur, et pour le transfert des

quelles il requiert l'approbation de la société. Une offre partielle ne satisfait pas aux exigences légales, auquel cas le transfert est réputé approuvé dès l'écoulement du délai légal de trois mois ou du délai statutaire inférieur⁹². L'obligation d'exercer l'*escape clause* à l'encontre de toutes les actions vendues souffre cependant une exception. Les statuts peuvent prévoir comme juste motif de refus au sens de l'art. 685b al. 2 CO, sous l'angle de l'indépendance économique de la société, une limite en pourcentage du nombre d'actions nominatives émises au-delà de laquelle la société peut refuser son approbation⁹³, sans obligation d'offrir au vendeur la valeur réelle de la part excédant ladite limite. En conséquence, lorsque les statuts fixent une telle limite comme juste motif de refus, la société peut offrir de n'acquérir les actions vendues qu'à concurrence de cette limite, et refuser le transfert de la part excédentaire en se fondant sur la limite statutaire.

b. Indication des modalités de l'offre

Si l'offre de la société ne doit pas être chiffrée, nous sommes d'avis que la société doit communiquer au vendeur tous les éléments essentiels, notamment les modalités d'achat, pour que l'actionnaire puisse accepter ou refuser l'offre. Les conséquences fiscales de l'offre ne seront jamais indifférentes à l'actionnaire vendeur, dès lors qu'elles sont susceptibles d'entraîner une moins-value correspondant au taux de l'impôt sur le revenu applicable. La société doit ainsi indiquer si elle exerce l'offre pour son compte ou le compte de coactionnaires et/ou de tiers, son intention de détruire les actions acquises dans le cadre d'une réduction de capital et à charge de quel(s) poste(s) des fonds propres librement disponibles elle financera l'acquisition. La communication de ces informations est, à notre sens, une condition formelle de validité de l'offre, dont l'absence prive l'exercice de l'*escape clause* par la société de son effet suspensif sur le transfert de propriété.

1.2 Délais

a. Délai d'exercice

L'offre doit parvenir à l'acquéreur dans le délai légal maximal de trois mois dès réception de la requête en approbation du transfert (art. 685c al. 3 CO). Il s'agit à notre sens d'un délai de péremption, dans la mesure où la société perd son droit à exercer l'*escape clause* une

⁸⁷ KLÄY (n. 9), 183. A moins naturellement que la société soit en mesure de faire valoir un juste motif de refus à l'encontre de l'acquéreur, au sens de l'art. 685b al. 2 CO.

⁸⁸ KLÄY (n. 9), 183; PETER LUTZ, *Vinkulierte Namenaktien – Insbesondere ihr Erwerb ohne Rechtsgeschäft*, th. Zurich 1988, 216.

⁸⁹ Ce que relève à juste titre le Tribunal de commerce du canton de Zurich: arrêt du Tribunal de commerce du canton de Zurich du 26 septembre 2012, ZR 112/2013, 76, c. 5.4.

⁹⁰ KLÄY (n. 9), 183.

⁹¹ Art. 713 al. 3 CO.

⁹² KLÄY (n. 9), 183.

⁹³ KLÄY (n. 9), 183 s.; arrêt du TF 4C.35/2007 du 18 avril 2007, c. 3.1; critiques sur la solution retenue en l'occurrence par le TF s'agissant d'une limite fixée à 9,5%: MATTHIAS HIRSCHLE/HANS CASPAR VON DER CRONE, *Vinkulierung und Stimmrechtsvertretung bei nicht börsenkotierten Gesellschaften – Entscheidung des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.35/2007 vom 18. April 2007 i.S. A. GmbH (Klägerin und Berufungsklägerin) gegen D. Holding AG (Beklagte und Berufungsbeklagte)*, RSDA 2008, 103, 109.

fois le délai écoulé et le transfert des actions est alors réputé approuvé⁹⁴. Le délai est relativement impératif, et les statuts peuvent prévoir un délai d'exercice inférieur. Un délai plus court sera généralement dans l'intérêt de l'actionnaire vendeur. Il convient cependant de garder à l'esprit que l'exercice de l'*escape clause* soulève certaines questions, que le Conseil doit éclaircir et régler avant de soumettre une offre au vendeur. On pense notamment à la présence de fonds propres librement disponibles et de liquidités à concurrence du prix d'achat, à l'éventuelle nécessité de préparer une réduction de capital⁹⁵, ou encore à la récolte d'offres fermes de reprise de la part des autres actionnaires et/ou de tiers. En conséquence, le délai statutaire d'exercice de l'*escape clause* ne devrait en principe pas être inférieur à deux mois.

b. Délai de refus

L'offre de la société est réputée acceptée si le propriétaire des actions ne la refuse pas dans un délai d'un mois dès qu'il connaît la valeur réelle de ses actions⁹⁶. La fiction légale d'acceptation de l'offre par l'actionnaire ne doit pas faire perdre de vue que, en l'absence d'offre chiffrée, l'actionnaire ne connaît pas la valeur réelle de ses actions et que le délai d'un mois ne commence pas à courir dès la réception de l'offre, mais seulement dès connaissance de tous les éléments essentiels, y compris le prix⁹⁷. A cet égard, ni l'entame de négociations avec la société ni l'introduction d'une action en constatation de la valeur réelle au sens de l'art. 685b al. 5 CO n'emportent l'assentiment du vendeur. Le délai d'un mois devrait surtout importer lorsque la valeur réelle est déterminée par jugement conformément à l'art. 685b al. 5 CO. Le cas échéant, le délai commence à courir dès l'entrée en force formelle du jugement (soit en principe à compter de l'écoulement d'un éventuel délai de recours inutilisé)⁹⁸.

La détermination extra-judiciaire de la valeur réelle, par expertise privée, suppose que l'actionnaire vendeur ait consenti à se soumettre aux résultats de l'expertise. A défaut, l'expertise n'est qu'un outil de négociation dont on ne saurait inférer qu'elle fixe la valeur réelle des actions, et dont la connaissance par le vendeur fait partir le délai d'un mois. Toutefois, pour éviter toutes mauvaises sur-

prises, il est recommandé à l'actionnaire qui conteste le résultat d'une telle expertise, dans le délai d'un mois, de (i) manifester clairement à la société qu'il considère qu'il ne correspond pas à la valeur réelle de ses titres et/ou (ii) d'agir en constatation de la valeur réelle devant les tribunaux compétents. Cette recommandation vaut également lorsque la société articule une offre chiffrée.

1.3 Effets de l'offre

Du point de vue du vendeur, l'approbation de la société conditionne le transfert de la propriété de ses actions. Pour autant qu'elle soit valable, l'offre de la société empêche donc le transfert de la propriété à l'acquéreur, et ce indépendamment du mode de tradition des titres incorporant ses actions. Si l'actionnaire vendeur accepte l'offre de la société, celle-ci a une créance en exécution de la vente des actions, pour son compte, celui d'actionnaires et/ou de tiers, selon les modalités du cas concret. S'il la refuse, il se retrouve dans la situation qui était la sienne avant la vente échouée (faute d'approbation) à l'acquéreur; il demeure actionnaire à part entière de la société.

Du point de vue de la société, l'*escape clause* est un droit formateur, qu'elle ne peut exercer que de manière inconditionnelle et irrévocable⁹⁹. Aussi, la société ne *peut pas retirer son offre* et demeure liée par elle jusqu'à son acceptation ou son refus par l'actionnaire vendeur, et ce même si la valeur réelle ultimement fixée par voie judiciaire excède largement ce qu'elle entendait offrir¹⁰⁰. Le caractère inconditionnel et irrévocable de l'offre souligne l'importance pour le Conseil d'évaluer notamment les aspects financiers (liquidités et fonds propres librement disponibles à concurrence de la valeur réelle) et juridiques (achat d'actions propres, réduction de capital, éventuellement les modalités d'exercice prévues dans les statuts) *avant* de soumettre son offre au vendeur.

1.4 Contestation de l'offre et/ou de l'exercice de l'*escape clause*, qualité pour agir

Lorsque la société refuse d'approuver le transfert des actions par l'actionnaire, ce dernier est confronté à plusieurs choix, en fonction des circonstances concrètes du cas d'espèce. Il peut naturellement accepter l'offre telle quelle, pour autant qu'elle soit chiffrée. Dans la plupart des cas cependant, la société devrait se limiter à indiquer qu'elle est disposée à lui offrir la valeur réelle de ses titres. Partant, la société et le vendeur entameront des négociations sur le prix d'achat de ses actions, le cas échéant sur les modalités de la vente. Un désaccord insoluble sur la valeur réelle des actions sera en principe sanctionné par une action judiciaire en constatation de celle-là. L'action-

⁹⁴ KLÄY (n. 9), 192.

⁹⁵ Voir *supra* II. 3.4. Lorsqu'une réduction de capital paraît inévitable, en particulier parce que la part d'actions détenues par la société excéderait 20% de son capital-actions, la société ne devrait pouvoir exercer l'*escape clause* qu'en présence d'une décision valable de l'assemblée générale des actionnaires de réduire le capital-actions dans la mesure nécessaire. Cela implique de disposer de l'attestation du réviseur de l'art. 732 al. 2 CO au moment de l'assemblée et de tenir compte du délai de convocation de 20 jours (art. 700 al. 1 CO), à moins d'une assemblée universelle au sens de l'art. 701 CO, ce qui suppose l'accord de l'actionnaire vendeur lui-même.

⁹⁶ Art. 685b al. 6 CO, dont le texte mentionne à tort l'«acquéreur». Il s'agit d'une erreur rédactionnelle (KLÄY (n. 9), 192).

⁹⁷ Arrêt du Tribunal de commerce du canton de Zurich du 26 septembre 2012, ZR 112/2013, 76, c. 5.4.

⁹⁸ KLÄY (n. 9), 193.

⁹⁹ KLÄY (n. 9), 184.

¹⁰⁰ CR CO II – TRIGO TRINDADE, n° 45 ad art. 685b.

naire peut également s'opposer à l'exercice lui-même de l'*escape clause*, car il estime qu'il est contraire au droit et/ou aux statuts de la société. Faute d'accord entre la société et l'actionnaire sur le transfert des actions, l'actionnaire disposera en principe d'une action judiciaire tendant à l'approbation du transfert. En pratique, il n'est pas rare que l'actionnaire qui doute de la validité de l'exercice de l'*escape clause* conclue principalement à l'approbation du transfert, et subsidiairement à la constatation de la valeur réelle de ses actions.

a. Désaccord sur le montant: action en constatation de la valeur réelle

Lorsque l'actionnaire et la société échouent à s'accorder sur la valeur réelle des actions, celle-ci peut être fixée par le juge¹⁰¹. Il s'agit d'une action en *constatation*¹⁰² de la valeur réelle, visant à fixer le prix auquel la société acquerra les actions de l'actionnaire vendeur, à moins que ce dernier ne refuse l'offre de la société. Le texte de l'art. 685b al. 5 CO suggère à tort que seul l'acquéreur dispose de la légitimation active. Il s'agit d'une erreur de la commission de rédaction parlementaire, qui a inséré cette disposition uniquement dans la perspective des acquisitions spéciales¹⁰³. La qualité pour agir appartient dès lors tant à la société qu'à l'actionnaire vendeur¹⁰⁴. En bonne logique, l'action en constatation doit être dirigée contre la société lorsque l'actionnaire l'intente, inversement contre l'actionnaire lorsque la société l'intente. C'est à la société qu'il revient de supporter les frais d'une éventuelle expertise judiciaire¹⁰⁵. Cette règle devrait s'appliquer même lorsque, une fois qu'il a connaissance de la valeur réelle fixée par jugement, l'actionnaire refuse l'offre de la société et reste propriétaire de ses actions¹⁰⁶. Dans son ATF 120 II 259 tranchant l'indemnisation de l'héritier auquel la qualité d'actionnaire à part entière était refusée, le Tribunal fédéral a considéré que (i) des intérêts à 5 %¹⁰⁷ sont dus sur la valeur réelle fixée par le juge à compter du *moment de la requête en approbation du transfert*, et (ii) ces intérêts devaient être compensés avec le montant des éventuels dividendes, portant intérêt à partir du jour de leur versement, payés dans l'intervalle¹⁰⁸. Selon nous, le Tribunal fédéral reconnaît implicitement que le jugement constatant la valeur réelle déploie des effets *ex tunc*, à savoir que le vendeur perd sa qualité d'actionnaire au moment où il soumet sa requête d'approbation du transfert. La société aura alors acquis

ses propres actions à ce même moment. Si au contraire le jugement avait un effet *ex nunc*, il existe le risque que la société en tire un avantage en décidant de stopper la distribution de dividende, sans avoir à s'acquitter de l'intérêt légal de 5 %.

b. Désaccord quant à l'exercice lui-même: action en approbation et/ou en reconnaissance

L'actionnaire vendeur a une prétention à ce que la société fasse usage des restrictions statutaires conformément au droit et aux statuts. Il est donc légitimé à ouvrir action en approbation du transfert, lorsque la société exerce l'*escape clause* à tort. L'action tend à l'approbation du transfert et, le plus souvent, simultanément à la reconnaissance de l'acquéreur comme actionnaire à part entière. Il s'agit d'une action en *exécution* («*Leistungsklage*»)¹⁰⁹.

Les décisions du Conseil ne sont pas soumises à l'action en annulation de l'art. 706 CO, et sont, sous réserve de nullité absolue au sens de l'art. 706b CO, inattaquables. L'action en approbation, respectivement en reconnaissance, suite à une décision du Conseil de refuser d'approuver un transfert d'actions, est donc l'un des rares moyens de droit à disposition des actionnaires (le cas échéant de l'acquéreur) pour contester une décision du Conseil. La décision de refus elle-même peut être entachée de vices juridiques, lorsqu'elle ne satisfait pas à des conditions minimales d'ordre formel. A titre illustratif, l'offre peut survenir tardivement, la société omet d'offrir la valeur réelle à l'actionnaire vendeur ou, selon les auteurs, certaines indications essentielles pour le destinataire de l'offre font défaut¹¹⁰. Dans ces cas (rares en pratique), l'acquéreur est réputé reconnu et le transfert approuvé par la société¹¹¹, raison pour laquelle il sera habilité à ouvrir une action en *constatation* («*Feststellungsklage*») de sa qualité d'actionnaire¹¹².

La légitimation passive appartient en tous les cas à la société, indépendamment du point de savoir si la décision émane du Conseil ou de l'assemblée générale¹¹³. Selon les auteurs, il s'ensuit que, même lorsque ce sont les actionnaires qui ont refusé le transfert et/ou la reconnaissance de l'acquéreur, la décision ne sera pas sujette à l'action en annulation des art. 706 s. CO, mais à l'action (spéciale) en approbation et/ou en reconnaissance. Cela signifie en particulier que le délai de l'art. 706a CO est inapplicable¹¹⁴.

Le point de savoir si l'*acquéreur* dispose de la qualité pour agir en justice en cas de refus de la société ne fait

¹⁰¹ Art. 685b al. 5 CO.

¹⁰² Voir cependant ALEXANDER R. MARKUS, Art. 87, in: Hausheer/Walter (éd.), Berner Kommentar, Schweizerische Zivilprozessordnung, Band I: Art. 1-149 ZPO, Berne 2012, n° 17 ad Art. 87, qui suggère qu'il s'agit d'une action formatrice («*Gestaltungsklage*»).

¹⁰³ KLÄY (n. 9), 191.

¹⁰⁴ CR CO II – TRIGO TRINDADE, n° 44 ad art. 685b; KLÄY (n. 9), 191.

¹⁰⁵ Art. 685b al. 5 CO.

¹⁰⁶ KLÄY (n. 9), 193.

¹⁰⁷ Art. 73 al. 1 et 104 al. 1 CO.

¹⁰⁸ ATF 120 II 259, c. 4 et 5.

¹⁰⁹ KLÄY (n. 9), 361; CR CO II – TRIGO TRINDADE, n° 18 ad art. 685c.

¹¹⁰ *Supra* III.1.1b.

¹¹¹ Arrêt du tribunal cantonal des Grisons du 19 mars 2001, PKG 2001, 21, c. 6.

¹¹² KLÄY (n. 9), 361.

¹¹³ DEFFERRARD (n. 11), 116 ss.

¹¹⁴ BSK OR II – OERTLE/DU PASQUIER, n° 14 ad art. 685a.

pas l'unanimité, notamment en jurisprudence¹¹⁵. On oppose généralement à la légitimation active de l'acquéreur, qui n'est pas encore actionnaire avant l'approbation de la société ou l'écoulement du délai de refus, que l'action en approbation du transfert et/ou en reconnaissance n'est ouverte qu'aux actionnaires¹¹⁶. Ce point de vue ne nous paraît guère justifié. Comme le souligne le Tribunal fédéral, l'exercice des restrictions statutaires à l'encontre de transfert d'actions non cotées est toujours dirigé contre la *personne* de l'acquéreur¹¹⁷. L'acquéreur a un intérêt non seulement à l'exécution du contrat de vente, mais à une application correcte des dispositions statutaires et légales régissant l'exercice de l'*escape clause* par la société, puisque celui-ci est dirigé contre lui. Dès lors, l'acquéreur, même s'il n'est pas encore actionnaire, devrait également être légitimé à soumettre une requête en approbation du transfert et/ou en reconnaissance à la société¹¹⁸.

c. Transfert de la propriété par jugement: moment

Lorsque la société refuse son approbation à tort ou à raison, le jugement soit (i) se substitue à la décision d'approbation et/ou de reconnaissance de la société soit (ii) couvre, en rejetant la demande de l'actionnaire, la décision de refus de la société. Dans le premier cas (i), l'acheteur deviendra le propriétaire des actions. Dans le second cas (ii), le propriétaire des actions sera soit la société soit l'actionnaire vendeur. En effet, l'actionnaire vendeur aura deux choix face à une décision négative du tribunal: (A) accepter l'offre en contestant ou non la valeur offerte ou (B) la refuser. Dans le cas (A), les actions seront transférées à la société et dans le cas (B) elles resteront chez l'actionnaire vendeur.

La loi ne prévoit cependant pas le *moment* à partir duquel le jugement déploie ses effets. Comme dans le cas d'un

litige portant exclusivement sur la valeur réelle, nous déduisons de l'art. 685c al. 3 CO que le jugement produit ses effets *ex tunc*, soit, rétroactivement, à la date à laquelle la société a refusé son approbation, voire à l'écoulement du délai légal de trois mois ou du délai statutaire plus court¹¹⁹. Il est vrai que le litige judiciaire relatif à l'approbation de la société peut durer plusieurs années. Cependant, contrairement à un certain avis doctrinal¹²⁰, nous sommes d'avis que la rétroactivité du jugement en constatation de la qualité d'actionnaire de l'acquéreur ne conduit pas à la nullité des décisions prises par les assemblées générales qui se sont tenues entre la demande de reconnaissance (respectivement la requête d'approbation du transfert) et l'entrée en force du jugement. En effet, dans le premier cas (i) (*i.e.*, l'actionnaire vendeur gagne le procès), les actions seront transférées à l'acquéreur qui acquiert la qualité d'actionnaire au jour de la requête d'approbation de transfert. Durant le temps du procès et dans l'attente d'une issue incertaine l'actionnaire vendeur représente le futur acheteur ainsi que lui-même, au cas où il perdrait le procès, lors des assemblées générales et exerce le droit de vote lié aux actions. Il est conseillé au vendeur et à l'acheteur de régler ce point dans le contrat d'acquisition des actions. De la même manière, sous réserve d'une convention contraire, l'actionnaire vendeur remettra les dividendes perçus pendant la période litigieuse au futur actionnaire, l'acheteur, ceci d'ailleurs en conformité avec l'art. 185 al. 3 du CO car la condition suspensive sera considérée comme remplie au moment de la requête et donc le transfert des risques comme intervenant à ce moment. Dans le second cas de figure (ii) (*i.e.*, l'actionnaire vendeur perd le procès), comme nous l'avons vu, soit (A) la société finit par acquérir ses propres actions au jour de la requête d'approbation de transfert soit (B) l'actionnaire vendeur reste actionnaire. Dans la première hypothèse (A), la situation est en tout point comparable avec une dispute portant exclusivement sur la valeur réelle; aucune différence ne se justifie. Dans la seconde hypothèse (B), c'est l'actionnaire qui a participé aux décisions et représenté les actions pour le compte de l'actionnaire vendeur et de l'acheteur (*i.e.*, voir ci-dessus cas (i)), qui reste titulaire des actions et la constitution des assemblées générales n'est ainsi pas viciée.

Si le jugement avait au contraire un effet *ex nunc*, la société pourrait dans le cas (ii)(A) en tirer avantage en stoppant toute distribution de dividende sans avoir à supporter les conséquences du paiement de l'intérêt légal de 5 %¹²¹. Dans les autres cas (*i.e.*, (i) et (ii)(B)), l'arrêt de la

¹¹⁵ Par exemple, le tribunal cantonal de Zoug a récemment refusé à un acheteur d'actions nominatives liées non cotées la qualité pour ouvrir l'action en reconnaissance (arrêt du tribunal cantonal de Zoug du 24 janvier 2013, GVP 2013, 165, c. 4.2). Dans le même sens, mais dans un contexte différent (l'action en constatation de la valeur réelle avait été intentée indépendamment d'une demande de transfert des actions): arrêt du TF 4A_9/2014 du 18 février 2014. Ces jugements diffèrent de la solution retenue par le tribunal cantonal des Grisons dans son arrêt du 19 mars 2001 (PKG 2001, 21, c. 2).

¹¹⁶ BSK OR II – OERTLE/DU PASQUIER, n° 12 ad art. 685a. Il convient en tous les cas de réserver la situation de l'acquéreur «particulier» (par exemple, à titre successoral), auquel cas sa qualité pour requérir sa reconnaissance comme actionnaire à part entière est incontestée.

¹¹⁷ Arrêt du TF 4C.242/2001 du 3 mars 2003, c. 5.2: «Eine Verweigerung der Zustimmung zwecks Fernhaltung unerwünschter Personen ist immer personenbezogen».

¹¹⁸ Arrêt du tribunal cantonal des Grisons du 19 mars 2001, PKG 2001, 21, c. 2; KLÄY (n. 9), 352 et note de bas page 11 (y compris les réf. citées), lequel relève à juste titre que la volonté historique du législateur était également de protéger les acquéreurs potentiels, et qu'il serait pour le moins choquant que la société puisse opposer des dispositions statutaires à un tiers qui ne peut pas s'en prévaloir à son tour lorsqu'elles ont été appliquées à tort; FORSTMOSER/MEYER-HAYOZ/NOBEL (n. 20), § 39 N 36; CR CO II – TRIGO TRINDADE, n 19 ad art. 685c.

¹¹⁹ KLÄY (n. 9), 201.

¹²⁰ KLÄY (n. 9), 201; CR CO II – TRIGO TRINDADE, n° 20 ad art. 685c.

¹²¹ Nous rappelons à cet égard que l'*escape clause* étant un problème d'actionnaire minoritaire, ce dernier ne pourra pas influencer la politique de distribution de dividende de la société dans l'attente du dénouement judiciaire face à une majorité solidaire contre lui.

distribution de dividendes n'aurait aucune conséquence car les bénéfices ainsi accumulés ne reviendraient au final pas à la société (donc indirectement aux actionnaires majoritaires), mais bien à l'acheteur dans le cas (i) et à l'actionnaire vendeur dans le cas (ii)(B).

IV. Validité de l'offre: la valeur réelle

1. Introduction

La valeur réelle, dans le régime des art. 685b ss CO, est une notion juridique avant d'être une notion économique. Ainsi, nous examinerons en premier lieu comment le législateur, notre Haute Cour ainsi que la doctrine ont concrétisé cette notion. Nous en tirerons un certain nombre de conclusions quant à ce qu'il faut inclure ou exclure de la valeur réelle (p.ex., un *discount* de minoritaire, la charge fiscale du vendeur, etc.). Après en avoir défini les contours juridiques, nous expliquerons que déterminer la valeur réelle est tout d'abord une affaire de processus. Si un prix du marché existe, il représentera le point de départ de la démarche. Ensuite, ce prix sera corrigé pour tenir compte des éléments juridiques mentionnés plus haut. Dans ce contexte, la question de la méthode de valorisation ne sera que secondaire. Elle ne servira que d'indice concernant l'absence de vices (p.ex., conflit d'intérêts, méthode d'évaluation manifestement mal appliquée, offre simulée, etc.) dans la détermination du prix du marché.

Dans la systématique légale, l'exercice de l'*escape clause* intervient après que l'actionnaire vendeur et un acquéreur ont conclu la vente des actions pour un certain montant. Il y a donc nécessairement un prix du marché. Cependant, dans la pratique, les auteurs ont observé que la clause d'agrément déploie des effets souvent bien avant que les parties ne déposent une demande formelle d'approbation du transfert. Très fréquemment, et d'autant plus dans les sociétés ayant un cercle restreint d'actionnaires, un actionnaire fait part à la société et/ou à ses coactionnaires de son souhait de vendre sa participation avant d'avoir retenu un acquéreur. Gardant à l'esprit que toute cession est en principe sujette au droit de la société de faire une offre à la valeur réelle, les protagonistes entameront déjà à ce stade des négociations sur la *valeur réelle* des actions concernées. La détermination de la valeur réelle a donc une incidence sur les cessions d'actions en dehors du strict cadre de l'exercice formel de l'*escape clause*, raison pour laquelle nous en traiterons également en l'absence de «prix du marché». A cet égard, ce n'est que lorsque le prix du marché n'existe pas, en l'absence d'offre ferme d'un acquéreur, que l'expert jouera un rôle prépondérant dans la détermination de la valeur réelle.

2. Définition juridique de la valeur réelle

2.1 Le législateur

La loi se borne à indiquer que les actions doivent être reprises à leur «*valeur réelle au moment de la requête*»¹²² sans autres précisions. Elle indique cependant que le juge (ou l'arbitre) peut la déterminer à la demande de l'acquéreur et aux frais de la société¹²³. La notion de valeur réelle est également présente à divers endroits du CO et dans des lois spéciales¹²⁴. Elle est mentionnée pour la première fois en 1928 dans la Feuille fédérale¹²⁵. Mais il faut attendre l'année 1983 pour que le législateur précise une partie de son contenu, à savoir que la valeur réelle est une valeur de continuité qui correspond à la valeur du marché («*Verkehrswert*»)¹²⁶ et s'oppose à la valeur de liquidation («*Liquidationswert*»)¹²⁷. Cette valeur du marché doit être fixée en tenant compte de divers éléments pouvant l'influencer, par exemple: le montant de l'offre de rachat, le volume du paquet d'actions minoritaire et enfin les perspectives d'avenir de l'entreprise¹²⁸. Le Message est très important, car il montre que le législateur n'avait aucunement l'intention que la valeur réelle soit fixée grâce à un expert siégeant dans une tour de verre, mais bien plus en tenant compte de la réalité du marché, donc en partant de l'offre de rachat d'un tiers qui reflète celui-ci, étalon-mesure bien plus intuitif, dans tous les cas en 1983, qu'une expertise.

2.2 La jurisprudence

Dans un ATF 92 III 25 concernant un séquestre, le Tribunal fédéral a jugé que la valeur réelle devait correspondre «*au moins à une indemnisation complète*»¹²⁹. Ensuite, le Tribunal fédéral a évoqué dans un arrêt concernant une succession, que la valeur fiscale des actions ne pouvait pas correspondre à la valeur réelle¹³⁰. Cette même réflexion a d'ailleurs été confirmée dans un arrêt récent¹³¹. Cette remarque nous sera utile dans l'évaluation des différentes méthodes de valorisation. Dans un arrêt postérieur concernant à nouveau une succession, le Tribunal fédéral a encore jugé que la société devait être évaluée dans sa continuité en partant du prix du marché («*Verkehrswert*») tel que décrit dans le Message, notamment en partant de l'offre d'un tiers¹³². Selon la doctrine majo-

¹²² Art. 685b al. 4 CO.

¹²³ Art. 685b al. 5 CO.

¹²⁴ Art. 786 al. 2 ch. 3, art. 789 CO; art. 23 II let. a et art. 105 LFus.

¹²⁵ FF 1928 I 245 et FF 1928 I 391.

¹²⁶ FF 1983 II 926.

¹²⁷ KLÄY (n. 9), 189.

¹²⁸ FF 1983 II 927; voir également FRANK GERHARD, *Évaluation d'entreprise – Pertinence pour le conseiller juridique in: Lauren Ojha (éd.) Aspects pratiques du droit de l'entreprise*, CEDIDAC, Lausanne 2010, 1, 50 ss.

¹²⁹ ATF 92 III 20 c. 3: «*volle Entschädigung*».

¹³⁰ ATF 110 293, c. 5.

¹³¹ ATF 4A_480/2007, c.5.4.4.

¹³² ATF 120 II 259, c. 2c.

ritaire de l'époque citée dans l'arrêt, cette valeur réelle aurait dû correspondre à une valeur objective. Notre Haute Cour ne trancha pas la justesse de cette opinion et laissa ouverte la question de la prise en compte d'aspects subjectifs, car les parties n'en faisaient pas valoir¹³³. L'arrêt est encore intéressant lorsqu'il réaffirme le principe selon lequel l'actionnaire concerné a le droit à une indemnité totale, et doit ainsi être mis dans la même position que celle qui aurait été la sienne si la demande en inscription avait été acceptée. L'actionnaire ne doit être ni avantagé ni désavantagé par rapport aux autres actionnaires; il doit être en effet traité de la même manière¹³⁴. Dans le dernier arrêt du Tribunal fédéral, toujours en lien avec une succession, qui s'est attardé en détails sur la définition de la valeur réelle, celle-ci est définie comme devant refléter la valeur globale de l'entreprise en fonction de sa substance et de sa rentabilité, en principe en partant d'une valeur de continuation¹³⁵. De nouveau, il est martelé que cette valeur réelle doit complètement dédommager («*volle Entschädigung*») l'actionnaire¹³⁶. Le plus souvent, le jugement se basera sur une expertise pour fixer la valeur réelle d'une action ou bien pour la contester.

Quant à la méthode que doit appliquer l'expert, le Tribunal fédéral a indiqué que ce dernier était libre de choisir dans le panel des méthodes dites équivalentes entre elles, du moment où il remplit sa tâche d'une manière claire et compréhensible¹³⁷. Il convient de noter que la nécessité de l'expertise est mentionnée dans cet arrêt en raison du contexte particulier. Il s'agissait, d'une part, d'une succession et, d'autre part, les parties avaient elles-mêmes décidé que la valeur réelle devait être déterminée par un expert judiciaire. En d'autres termes, faute de valeur de marché donnée par un tiers, les parties et le Tribunal fédéral n'avaient pas d'autre choix que de déterminer la valeur réelle au moyen d'une expertise. Enfin, dans un arrêt concernant la sortie d'un associé d'une société en nom collectif, le Tribunal fédéral a jugé que la valorisation de la part de l'associé sortant pouvait être effectuée en prenant une moyenne pondérée des valeurs substantielle et de rendement¹³⁸. Il ressort des faits, même si cela n'est pas explicitement écrit, que l'expert avait appliqué la méthode dite des praticiens – méthode fréquemment utilisée pour déterminer la valeur fiscale des titres – pour évaluer l'indemnité de sortie, majorée d'un *goodwill* de 25 %. Le Tribunal fédéral a estimé que cette méthode n'était pas arbitraire dans le cas d'espèce, car elle prenait notamment en compte les perspectives futures de l'entreprise, soit la valeur de rendement, en se fondant sur les résultats passés.

2.3 La doctrine

La doctrine dominante est de l'avis (i) que la valeur réelle est: «*une notion objective qui représente la valeur entière de la société en prenant en compte la valeur de substance et de rendement*»¹³⁹ et (ii) qu'elle est de nature impérative¹⁴⁰. La thèse de ces auteurs se fonde en grande partie sur l'arrêt du Tribunal fédéral cité auparavant, qui analyse en détail les règles devant gouverner l'expertise fixant la valeur réelle¹⁴¹. Il faut reconnaître qu'une première lecture de cet arrêt donne en effet l'impression que la détermination de la valeur réelle est un exercice purement scientifique de mise en œuvre des méthodes d'évaluation de l'entreprise, effectué sans égard aux critères influençant la position du vendeur ou de l'acheteur. Une telle généralisation n'est cependant pas compatible avec les faits, puisqu'il s'agissait d'un cas très particulier dans lequel les parties elles-mêmes avaient décidé de nommer un expert, en l'absence d'un tiers acquéreur (le cas concernait une acquisition spéciale, par voie successorale). Ces auteurs défendant une vision objective de la valeur réelle réfutent conséquemment la prise en compte d'éléments subjectifs tels que la personnalité du vendeur ou de l'acheteur, ou encore le nombre d'actions détenues¹⁴². Une partie de ces auteurs défend dogmatiquement cette approche en considérant que la fonction première de la valeur réelle est d'*arbitrer* les conceptions subjectives contradictoires de valeur(s) entre actionnaire vendeur et société, fonction corollaire de l'action en constatation de l'art. 685b al. 5 CO, et que la mission de l'expert (judiciaire) serait avant tout de «trouver» une valeur décorrélée des intérêts des parties, soit une valeur «arbitrale» («*Arbitrumswert*»)¹⁴³.

¹³⁹ KLÄY (n. 9), 190; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (n. 20), § 44 n° 164; BÖCKLI (n. 16), § 6 N 195 s.; LUTZ (n. 88), 278 ss. Dans l'arrêt ATF 120 II 259, le TF cite les auteurs de l'époque, tels que WOLFHART F. BÜRGI, Zürcher Kommentar, n° 85s ad art. 686 aOR; FRITZ VON STEIGER, Zürcher Kommentar, n° 17 ad art. 792 CO; EMIL SCHUCANY, n° 3 ad art. 686 aOR; ROGER SECRETAN, La notion de «valeur réelle» des actions non cotées au sens de l'article 686 alinéa 4 du CO in Etudes de Droit Commercial en l'Honneur de Paul Carry, Genève 1964, 117; THEO GUHL/ALFRED KUMMER/ JEAN-NICOLAS DRUEY, Das Schweizerische Obligationenrecht, 8^{ème} éd., Zurich 1991, 655; HANSJÜRGEN LENHARD, Der Erwerb von vinkulierten Namenaktien infolge Erbganges, th. Zurich 1975; LUTZ (n. 88), 278 ss; mais décide de ne pas trancher la question de la prise en compte d'aspects subjectifs car ceux-ci n'étaient pas pertinents dans la cause.

¹⁴⁰ BÖCKLI (n. 16), § 6 N 214.

¹⁴¹ ATF 4C.363/2000.

¹⁴² BÖCKLI (n. 16), § 6 N 231; BSK OR II – OERTLE/DU PASQUIER, n° 8 ad art. 685a; ANDREAS FLÜCKIGER, Richtlinien des Bundesgerichts für die Aktienbewertung – Was ist der «wirkliche» Aktienwert nach Art. 685b OR?, ECS 4/2003, 263, 266; MARTIN (n. 24), 100; DEFFERRARD (n. 11), 159; GERHARD (n. 128), 51 et 54: ce dernier est apparemment en faveur d'une prime de contrôle mais en défaveur d'une décote de minoritaire. Nous remarquerons que la position paraît tout d'abord contradictoire et qu'ensuite la question de la prime de contrôle dans le cadre de l'art. 685b CO ne devrait pas se poser puisque le rachat ne concerne en principe que les actionnaires minoritaires, qui ne contrôlent pas le Conseil.

¹⁴³ GIORGIO MEIER-MAZZUCATO, Entgeltliche Unternehmensnachfolge von KMU mit Schwerpunkt steuerliche Aspekte, Berne 2009, 73 et 75: «*Der Arbitrumswert ist [...] und hat das Ziel, die Unterneh-*

¹³³ ATF 120 II 259, c. 2b.

¹³⁴ ATF 120 II 259, c. 2c.

¹³⁵ ATF 4C.363/2000, c. 2c et c. 3b.

¹³⁶ ATF 4C.363/2000, c. 3b.

¹³⁷ ATF 4C.363/2000, c. 3b.

¹³⁸ ATF 4A_173/2012, c. 4.3.2.

Concrètement, l'approche objective, centrée sur la valeur intrinsèque («*innerer Wert*») aboutit souvent à l'application de la méthode des praticiens¹⁴⁴. Nous verrons que le résultat n'est pas sans soulever certaines contradictions. Comme nous l'avons vu, le Tribunal fédéral n'a pas tranché la question de la nature objective ou subjective¹⁴⁵. Ce dernier avis est partagé par GUHL/DRUEY, LUTZ et surtout le Message reflétant l'intention du législateur¹⁴⁶.

Le dernier auteur à s'être penché en détail sur la question de la valeur, MEHRAI, explique dans une très bonne analyse de la notion de valeur, qu'elle est ontologiquement subjective¹⁴⁷. Dès lors, aucune méthode ne peut selon lui réellement la déterminer, de sorte que l'on se trouve toujours, au mieux, devant une interprétation de la valeur, et que celle-ci n'existe pas dans l'absolu; il n'existe pas de valeur réelle ou vraie d'un point de vue économique¹⁴⁸. Plus loin dans son article, MEHRAI analyse les différentes méthodes de valorisation et apporte à celles-ci des correctifs pour tenir compte du contexte légal¹⁴⁹. Son prémisses est qu'une expertise existe dans la plupart des cas par nécessité, comme lors de successions ou peut-être parfois par convenance, si l'une des parties conteste le bien-fondé de la valeur de marché existante. Sa position n'est pas connue dans le cas où la notion de valeur ontologique pourrait être connue, c'est-à-dire en présence d'un prix du marché. Enfin, MEHRAI affirme qu'il s'agit de valoriser toute la société à l'opposé des actions particulières de l'actionnaire sortant¹⁵⁰. Il s'oppose ainsi à des décotes de minorité ou des primes de contrôle ainsi qu'à la prise en compte du profil fiscal des protagonistes¹⁵¹.

2.4 Critique de l'approche purement objective de la valeur réelle

Du message et des arrêts étudiés, nous retenons les principes suivants:

- L'actionnaire sortant a le droit à un dédommagement total pour ses titres;
- L'offre d'un tiers doit être prise en compte pour déterminer ce dédommagement total;

menswertvorstellungen von Übergeber und Übernehmer in Einklang zu bringen [...]»; ETIENNE SCHÖN, Unternehmensbewertung im Gesellschafts- und Vertragsrecht, th. Zurich, Zurich 2000, 117 s., lequel considère cependant que la méthode utilisée dépend des circonstances concrètes et que des critères subjectifs influencent nécessairement la valeur obtenue (voir note de bas de page 214).

¹⁴⁴ Voir p.ex. BÖCKLI (n. 16), § 6 N 222 ss.

¹⁴⁵ ATF 120 II 259 c. 2b.

¹⁴⁶ THÉO GUHL/JEAN-NICOLAS DRUEY, Das schweizerische Obligationenrecht, 9 éd., Zurich 2000, 748 N 80; LUTZ (n. 88), 285; FF 1983 II 927.

¹⁴⁷ JOSEPH MEHRAI, Le processus d'évaluation en droit commercial et en droit fiscal – de la diversité vers la cohérence, GesKR 2010, 330, 331.

¹⁴⁸ MEHRAI (n. 147), 331.

¹⁴⁹ MEHRAI (n. 147), 337.

¹⁵⁰ MEHRAI (n. 147), 338.

¹⁵¹ Qui ne sont d'ailleurs pas pertinentes dans le cadre de l'art. 685b CO, voir *infra* IV.2.5.

- La jurisprudence ne s'est frottée, en ce qui concerne la valeur réelle, qu'à des cas de succession et jamais à une vente des titres à un tiers;
- La valorisation fiscale des titres n'est pas déterminante car elle est artificiellement basse¹⁵²; et enfin
- Une application de la méthode des praticiens dans certains cas, comme celui de la sortie d'un associé, n'est pas arbitraire. Nous soulevons que cette détermination semble contredire l'avant-dernier point, étant donné que la méthode des praticiens, parfois modifiée pour tenir compte du résultat prévu de l'année à venir, est justement appliquée pour déterminer la valorisation fiscale des titres. Au moins, la valeur ainsi obtenue avait été majorée en l'espèce d'un goodwill de 25 %.

Ces principes ne nous paraissent pas en adéquation avec la thèse selon laquelle la valeur réelle serait déterminée de façon objective sans que ni l'identité et les caractéristiques des protagonistes, ni le prix offert par l'acquéreur, ne jouent de rôle. A tout le moins, cette thèse devrait aboutir à ce que la valeur réelle d'un titre excède sa valeur de marché ou externe, puisque la valeur de marché intégrerait une décote de minoritaire, ce qui ne serait pas le cas en prenant en compte une valeur exclusivement objective. Pourtant, les résultats pratiques sont peu convaincants et tendent à infirmer cette thèse¹⁵³. Une valeur réelle trop basse revient, sur le plan économique, à un droit de préemption (conditionnel) qualifié («*limiertes Vorkaufsrecht*») ou à une peine conventionnelle. Les actionnaires peuvent conventionnellement soumettre la cession de leurs titres à des droits d'acquisition prioritaires exerçables à des conditions défavorables pour eux¹⁵⁴. En revanche la «pénalisation» de l'actionnaire vendeur par un prix d'exercice avantageux pour la société (ou les tiers/actionnaires pour le compte desquels elle exerce l'*escape clause*) est étrangère à la conception légale de l'*escape clause*¹⁵⁵. Or, le renvoi quasiment sys-

¹⁵² De nombreux auteurs considèrent problématique, sous l'angle de l'art. 685b al. 7 CO interdisant d'aggraver les restrictions au transfert des actions, la clause d'agrément qui fixerait le prix d'exercice de l'*escape clause* à la valeur fiscale. Voir, parmi d'autres: MEIER-MAZZUCATO (n. 143), 68 s., BÖCKLI (n. 16), § 6 N 232 ss; FLÜCKIGER (n. 142), 264.

¹⁵³ MEHRAI (n. 147), 338; GERHARD (n. 128), 45.

¹⁵⁴ Sur les relations entre restrictions statutaires et conventionnelles au transfert des actions: TschÄNI/DIEM/WOLF (n. 28), n° 68 ss 337; STEFAN KNOBLOCH, Joint Ventures: Vertrags- und gesellschaftsrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten, GesKR 2014, 551, 565 ss (les deux concernant les *joint ventures*). De telles restrictions ont tout leur sens lorsque les parties à la convention souhaitent figer la composition de l'actionnariat au-delà de ce que les statuts permettent et/ou favoriser une vente totale des actions plutôt qu'une succession de ventes partielles, généralement défavorables aux actionnaires restants.

¹⁵⁵ BÖCKLI (n. 16), § 6 N 214, relève que les conventions d'actionnaires peuvent prévoir un prix d'exercice qui correspond économiquement à une peine conventionnelle, mais que la loi l'interdit dans le cadre des restrictions statutaires.

tématique, soutenu par la doctrine majoritaire, à une moyenne pondérée des valeurs de substance et de rendement, aboutit dans la pratique fréquemment au résultat contradictoire que la valeur «interne» est en pratique inférieure à la valeur «externe»¹⁵⁶ et revêt un caractère de peine conventionnelle pour l'actionnaire sortant. Il en résulte une carence manifeste dans la protection juridique *effective* de l'actionnaire vendeur par rapport à l'intention du législateur, que nous attribuons non seulement à une erreur de méthode, mais d'approche.

Nous nous rallions au point de vue exprimé par MEHRAI, qui est emprunt d'humilité: il n'existe pas de valeur absolue, juste et transcendante, du point de vue économique¹⁵⁷. Déployer tous ses efforts pour trouver une telle valeur s'apparente à la recherche de la Chimère, à plus forte raison pour des titres pour lesquels il n'existe pas de cours de bourse¹⁵⁸. La valeur réelle est donc bien une notion juridique. Le seul principe ressortant du Message et de la jurisprudence susmentionnés ayant vocation à s'appliquer à toutes les situations d'exercice de l'*escape clause* est l'exigence d'indemniser intégralement celui auquel la cession de ses titres et/ou la qualité d'actionnaire à part entière (pour les acquisitions spéciales) sont refusées. Or, si l'actionnaire doit être entièrement dédommagé, les caractéristiques du cas d'espèce doivent être logiquement prises en compte. L'intérêt de l'héritier réservataire à être dédommagé peut différer de celui du vendeur, et aboutir à une valeur réelle différente. L'offre de l'acquéreur peut être «objectivée», notamment pour tenir compte de la situation défavorable du minoritaire (voir ci-après en relation avec la décote), mais elle paraît le seul point de départ pertinent pour déterminer une valeur réelle. Nous doutons également que la valeur réelle ait une fonction principalement arbitrale, susceptible de justifier une approche purement objective (voir ci-dessus). A notre sens, la fonction de l'action en constatation de la valeur réelle de l'art. 685c al. 5 CO est d'abord d'assurer, par la voie judiciaire, la correcte application du droit partant la pleine indemnisation de l'actionnaire vendeur et non de concilier les conceptions de la valeur de l'entreprise de la société et du vendeur¹⁵⁹. La mission de l'expert (judiciaire), en l'absence de valeur «vraie» ou absolue, devrait dès lors consister à s'assurer que l'offre de l'acquéreur est soutenable et plausible à l'aune des méthodes d'évaluation reconnues en matière d'acquisition d'entreprises.

2.5 Prise en compte d'une décote de minoritaire et des conséquences fiscales?

Soutenir que la détermination de la valeur réelle est une affaire avant tout subjective, car, comme le souligne très justement MEHRAI, la notion même de valeur est ontologiquement subjective, ne préjuge pas encore de l'acceptation d'une décote de minoritaire ou de la prise en charge d'éléments fiscaux.

Concernant la décote de minoritaire, nous nous y opposons pour des raisons qui ne sont pas directement liées à la subjectivité ou à l'objectivité de la valeur réelle:

- La réalité montre que l'intérêt pour une participation minoritaire dans une société privée, qui plus est sans la bénédiction du Conseil, est rare¹⁶⁰. Ainsi, la décote serait égale à 100 % si personne n'était intéressé à racheter la participation minoritaire¹⁶¹. En toute hypothèse, une telle offre comporte nécessairement une décote par rapport au prix par action qui serait proposé pour l'acquisition de l'intégralité des actions de la société;
- L'*escape clause* est, dans les faits, un instrument au service des actionnaires majoritaires de sociétés privées, qui restreint très intrusivement la libre transmission des actions des minoritaires. Appliquer, respectivement ne pas corriger, une décote de minorité dans ce contexte paraît excessif et aller à l'encontre de la volonté du législateur de concilier les intérêts de la société à garder un actionariat restreint avec ceux de l'actionnaire sortant à être pleinement dédommagé pour l'absence d'autre sortie du capital-actions;
- L'actionnaire majoritaire qui souhaite vendre sa part ne se verra pas opposer l'exercice de l'*escape clause*, pas plus qu'il ne subira de décote de minoritaire. Cette inégalité de fait n'est justifiée ni par le principe de l'égalité de traitement relative (au pourcentage d'actions détenues) ni par l'intérêt social¹⁶², mais est

¹⁶⁰ MICHEL JACCARD/VIVIANE PREMARD, Le conseil d'administration au service des actionnaires majoritaires risqués, conflits d'intérêts et meilleures pratiques en cas de cession d'actions d'une société privée, RSDA 2010, 372, 377, relèvent qu'au moins deux éléments entravent les offres de tiers non actionnaires: le manque d'accès aux informations pertinentes pour l'évaluation de l'entreprise et la perspective pour l'acquéreur de devoir composer avec un majoritaire jouissant d'une forte emprise sur la politique actionnariale, notamment en matière de dividendes. En pratique, le tiers non actionnaire cherchera, préalablement à la conclusion de la cession d'actions, à se faire «adouber» par le majoritaire. Les incertitudes liées au manque d'information et au comportement du majoritaire, lorsqu'elles ne découragent pas le tiers de s'engager à acquérir une participation minoritaire, se traduisent le plus souvent par une baisse significative du prix de vente et/ou à une répartition des risques (sous forme d'assurances ou encore d'indemnités) au détriment du vendeur.

¹⁶¹ Dans les faits, une offre ferme pour une participation minoritaire n'est pas exclue – faute de quoi la question de l'*escape clause* ne se poserait jamais. Toutefois, une telle offre émane le plus souvent d'un coactionnaire.

¹⁶² Sur l'égalité de traitement en matière d'exercice des restrictions statutaires et l'intérêt social susceptible de justifier une inégalité, voir *infra* V.2.

¹⁵⁶ Sur la valeur externe voir MEHRAI (n. 147), 338 s.

¹⁵⁷ MEHRAI (n. 147), 331.

¹⁵⁸ Le cours de bourse comme indicateur en temps réel de la valeur d'un titre doit lui-même être nuancé, lorsque les titres sont peu liquides. Voir à ce sujet le ch. [3] de la Circulaire COPA n 2 du 26 février 2010: Liquidité au sens du droit des OPA. Les experts des marchés financiers estiment que, *grosso modo*, seule la moitié des 277 sociétés dont les (ou des) actions ou autres titres sont cotés à la SIX Swiss Exchange sont liquides.

¹⁵⁹ MEIER-MAZZUCATO (n. 143), 75.

une conséquence indirecte des quorums relatifs à la suppression des dispositions statutaires que le majoritaire peut utiliser à son profit et du contrôle du Conseil par l'actionnaire majoritaire. Or, rien n'indique que le législateur ait voulu traiter plus défavorablement la sortie des actionnaires minoritaires que celle du majoritaire. Partant, l'égalité de traitement face aux restrictions statutaires impose de considérer que la part du minoritaire a, d'un point de vue strictement juridique, proportionnellement la même valeur (réelle) que celle du majoritaire¹⁶³.

Il convient donc, dans la détermination de la valeur réelle, de corriger les effets de la décote, inhérente à toute offre pour une participation minoritaire. Le rejet d'une décote de minoritaire comme correctif à la situation de l'actionnaire vendeur implique un «retraitement» de l'offre d'un tiers, en ce sens que l'offre du tiers doit être étendue à l'ensemble des actions de la société, et ensuite divisée par le nombre d'actions soumises à l'exercice de l'*escape clause*, comme nous allons le voir ci-après à l'aide d'un exemple.

La justification d'une *prime de contrôle*, revers de la médaille justifiant une décote de minoritaire, est difficilement applicable à une société privée, car les problématiques d'agent, justifiant qu'un actionnaire majoritaire reçoive plus de bénéfices que le minoritaire, et de réduction des coûts de transaction (*i.e.*, acheter la part de multiples personnes étant plus cher que l'achat d'une seule part) sont très largement applicables aux sociétés publiques, mais peu aux sociétés ayant un actionariat restreint, qui fréquemment travaille dans la société¹⁶⁴. En outre, l'*escape clause* ne concernant dans les faits que des participations minoritaires, la question d'une prime de contrôle ne devrait se poser qu'exceptionnellement¹⁶⁵.

Concernant la *charge fiscale*, nous pensons qu'il faut différencier entre celle de la société, du vendeur et de l'acheteur. La fiscalité de la société aura bien évidemment une influence sur la valorisation de la société et fait partie intégrante de sa valeur, que cette dernière soit déterminée par le marché ou par une expertise. Elle sera dès lors prise en compte de manière évidente et automatique lors de la détermination de la valeur réelle¹⁶⁶. La charge fiscale du vendeur est de manière intuitive son problème. D'un point de vue juridique également, la société n'est pas responsable du paiement des impôts de ses actionnaires. Il ne paraît dans cette perspective pas légitime de demander à la société de compenser la charge négative de l'action-

naire sortant¹⁶⁷. De plus, la société devrait dans une telle optique traiter différemment ses actionnaires en fonction de leur profil fiscal, ceci au détriment des actionnaires restants appauvris du montant de la charge fiscale qui serait supportée par la société. Cette position ne préjuge pas de la possibilité de considérer que la société abuse de son droit, si elle peut facilement empêcher qu'une telle charge fiscale négative ne soit déclenchée¹⁶⁸. Enfin, la charge fiscale de l'acheteur ne devra pas plus être prise en compte que celle du vendeur. Soit un tiers soumet une offre de rachat et la fiscalité de ce tiers influencera sans aucun doute l'offre (en d'autres termes sa fiscalité sera indirectement prise en compte), soit c'est une expertise qui sera déterminante et à ce moment les méthodes de valorisation se concentrent sur la société et les potentielles synergies avec l'acheteur: sa fiscalité ne joue alors un rôle que pour déterminer une éventuelle prime au-dessus de la valeur réelle¹⁶⁹.

3. Processus pour déterminer la valeur réelle

3.1 En présence d'une offre ferme de l'acquéreur

A notre sens, la subjectivité de la notion de valeur, rappelée notamment par le Tribunal fédéral par la formule de «*volle Entschädigung*», est telle, que seule l'élaboration d'un processus reflétant le marché peut s'approcher de la valeur réelle. A cette fin, la valeur réelle devrait correspondre à l'offre d'un tiers indépendant¹⁷⁰, en possession du financement, pour l'ensemble des titres de la société, ramenée au pourcentage détenu par l'actionnaire sortant, car une décote de minorité n'est pas acceptable dans le contexte de la valeur réelle¹⁷¹. L'actionnaire sortant sollicitera ainsi deux offres: (i) la première portant sur l'ensemble du capital-actions à un prix X et (ii) une seconde portant sur les actions détenues par l'actionnaire sortant à un prix Y, qui sera inférieur à X. La valeur réelle qui liera la société correspondra à l'offre (i) divisée par le nombre d'actions détenues par l'actionnaire sortant. Il faut dans ce contexte ne pas perdre de vue que l'offre du tiers sera en règle générale soumise sans audit préalable (*due diligence*), ce qui aura pour conséquence de la rendre moins attractive que lors d'un processus de vente

¹⁶³ SCHÖN (n. 143), 118.

¹⁶⁴ GERHARD (n. 128), 50 ss.

¹⁶⁵ On peut songer à cet égard à la situation où l'acquéreur est un coactionnaire du vendeur, et que la participation de ce dernier lui permet d'obtenir la majorité absolue du capital-actions et/ou des droits de vote.

¹⁶⁶ Entre autres MEHRAI (n. 147), 333.

¹⁶⁷ Le transfert de la charge fiscale par l'augmentation du prix d'exercice de l'*escape clause* est au demeurant problématique, en cas de liquidation fiscale des titres, au regard de l'interdiction de l'art. 14 al. 1 *in fine* LIA.

¹⁶⁸ *Infra* V.4.

¹⁶⁹ MICHAEL BRADLEY/ANAND DESAI/E. HAN KIM, Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, 21 J.Fin.Econ. 3 (1988); RONALD J. GILSON/BERNARD S. BLACK, The law and finance of corporate acquisitions, 2003–2004 Supplement, NY: Foundation Press, New York, 2003; GERHARD (n. 128), 49.

¹⁷⁰ NOBEL (n. 49), 30. Lorsque l'offre émane d'un coactionnaire, il est douteux qu'il puisse être considéré comme indépendant. Nous sommes d'avis que l'obtention d'une offre indicative, p.ex. par une banque d'investissement, pallie fonctionnellement cette carence.

¹⁷¹ Entre autres SCHÖN (n. 143), 118.

traditionnel. L'unique protection de l'acheteur potentiel résidera alors dans les seules garanties données par l'actionnaire sortant, lesquelles, si elles sont extensives, sont de nature à augmenter son risque de responsabilité en relation avec et postérieurement à la vente.

Pour être conforme au marché, l'offre du tiers doit être ferme («*binding*»)¹⁷². Le parallèle avec les offres publiques d'acquisition peut être tiré. Ainsi, les conditions des art. 36 de l'Ordonnance FINMA sur les bourses (OBVM-FINMA) et 13 de l'Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition (OOPA) devront être respectées. L'offre, pour être considérée comme ferme, ne pourra être soumise qu'à des conditions qui se fondent sur des justes motifs ou dont l'accomplissement ne dépend pas du tiers. Ensuite, l'offre devra être financée. Nous tirons encore ici un parallèle avec les offres publiques d'acquisition – en particulier l'art. 20 OOPA. Le but de cette exigence est bien évidemment d'éviter qu'une offre farfelue ne vienne polluer le processus¹⁷³. Enfin, pour servir d'étalon-mesure, l'offre du tiers ne devra bien évidemment pas être faussée par un conflit d'intérêts. Cette exigence est très importante pour s'assurer que les acteurs économiques sont bien indépendants et donc que la formation du prix est transparente.

Pour terminer, nous nous attardons quelque peu sur l'art. 105 LFus et le dernier arrêt du Tribunal fédéral le concernant¹⁷⁴. L'art. 105 LFus prévoit que, si lors d'une fusion les parts sociales ou les droits de sociétariat ne sont pas maintenus de manière adéquate ou si le dédommagement n'est pas adéquat, chaque associé peut exiger que le juge fixe une soulte adéquate. Une telle action n'a, à notre connaissance, jamais abouti. Le dernier cas porté devant le Tribunal fédéral était particulièrement intéressant, car la fusion était intervenue dans un contexte à cheval entre le droit des offres publiques d'acquisition et celui des fusions. En effet, préalablement à la fusion par dédommagement¹⁷⁵, la société reprenante avait soumis aux actionnaires minoritaires de la société transférante une offre publique d'acquisition au prix de l'offre. L'actionnaire majoritaire de la société transférante avait vendu, avant le lancement de l'offre, ses titres à la société reprenante à un prix majoré de 33 % par rapport au prix de l'offre, ce qui était possible sous l'empire de l'ancien art. 32

al. 4 LBVM¹⁷⁶. Les actionnaires minoritaires n'ayant pas accepté l'offre publique d'acquisition ont essayé de rejouer le match lors de la fusion par dédommagement qui leur était imposée au prix de l'offre, soit un prix inférieur de 25 % par rapport à celui reçu par l'actionnaire majoritaire. Les diverses instances ont débouté les actionnaires minoritaires de leurs conclusions en retenant que le prix offert lors de la fusion par dédommagement était adéquat car fondé sur une expertise appliquant la méthode *discounted cash flow*¹⁷⁷. Bien qu'en accord avec les conclusions du Tribunal fédéral, nous rejetons son raisonnement mécanique. En effet, nous sommes d'avis que l'adéquation du montant du dédommagement (égal au prix de l'offre) aurait dû être examinée dans un premier temps à la lumière du prix, de référence, offert aux actionnaires majoritaires puis dans un second justifiée malgré la décote grâce à des arguments juridiques (licéité d'une telle décote dans le droit des offres publiques d'acquisition) et économiques (prime de contrôle justifiée par *search costs*, *private benefits of control*, etc.¹⁷⁸). Une des explications aurait pu et certainement dû être fondée sur la volonté du législateur lui-même, qui permettait une telle décote de minoritaire à hauteur de 25 %. La décision ne mentionne pas le prix offert aux actionnaires majoritaires comme étant un prix de référence essentiel alors que c'était le prix reflétant au mieux le prix du marché pour l'ensemble des actions de la société transférante, le prix offert aux actionnaires minoritaires ne reflétant que le prix pour une action et non un paquet de contrôle. En suivant le raisonnement du Tribunal fédéral, qui n'a pas fait de lien entre les normes sur les offres publiques d'acquisition et celles sur la fusion, une décote de 25 % dans une fusion par dédommagement devrait encore être acceptée sous l'empire du nouveau droit des offres publiques d'acquisition, malgré l'abolition de la prime de contrôle, puisqu'une expertise pourra toujours justifier un prix inférieur à celui de l'offre publique d'acquisition.

Pour conclure, nous pensons que l'expertise, ou l'équivalent d'une *fairness opinion*, n'est qu'un moyen subsidiaire servant en quelque sorte de contrôle au prix du marché. Si le prix du marché s'écarte très fortement du prix donné par l'expertise, alors ceci devra alerter le juge sur une potentielle distorsion du marché (par exemple

¹⁷² Selon l'expérience des auteurs, l'intérêt d'un tiers non actionnaire à acquérir une participation minoritaire pour laquelle il n'existe pas de marché liquide devrait relever de l'exception; c'est ainsi que l'offre ferme pourra porter sur l'ensemble des titres et non seulement sur la part minoritaire.

¹⁷³ *Put your money where your mouth is*.

¹⁷⁴ ATF 4A_341/2011 c. 5. Voir à ce sujet notamment FRANK GERHARD/PHILIPPE JACQUEMOUD, *Merger vs Exchange Offer*, GesKR 2012, 182; MARKUS VISCHER/THOMAS WEHINGER, *Unternehmensbewertung und Kostentragung bei Überprüfungsaklagen nach Art. 105 Abs. 1 FusG*, GesKR 2012, 455.

¹⁷⁵ Art. 8 al. 2 et 18 al. 5 LFus.

¹⁷⁶ Le nouvel article 32 al. 4 lit. b. LBVM, entré en vigueur le 1^{er} mai 2013, prévoit que le prix de l'offre doit au moins être égal au montant le plus élevé du (lit. a) cours de bourse et (lit. b) prix le plus élevé par l'offrant pour des titres de la société visée dans les douze derniers mois.

¹⁷⁷ ATF 4A_341/2011 c. 5 ss; GERHARD/JACQUEMOUD (n. 174), 182 ss; VISCHER/WEHINGER (n. 174), 455 ss.

¹⁷⁸ DANIEL DAENIKER, *Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?*, in: Tschäni (éd.) *Mergers & Acquisitions XIII*, Zürich 2010, 93; RONALD GILSON/JEFFREY GORDON, *Controlling controlling shareholders*, University of Pennsylvania Law Review 152 (2003/04), 784; NINA REISER/HANS CASPAR VON DER CRONE, *Mindestpreis nach Art. 32 al. 4 BEHG*, GesKR 2012, 29; LUC THÉVENOZ/LUKAS ROOS, *Die sogenannte Kontrollprämie im Übernahmerecht*, RSDA 2011, 612.

un conflit d'intérêts) ou de l'expertise (mauvaise méthodologie ou conflit de l'expert). En aucun cas le rôle de l'expert judiciaire ne devrait consister à se substituer au mécanisme de fixation du prix par le marché.

3.2 Expertise

Nous avons d'ores et déjà vu que la question de la fixation de la valeur réelle, en pratique, se posait souvent avant même que l'actionnaire sortant n'ait reçu d'offre ferme de la part d'un acquéreur¹⁷⁹. Lorsqu'il n'existe pas de marché pour définir la valeur réelle, se pose alors la question du bien-fondé de la méthodologie de l'expertise. De jurisprudence constante, le Tribunal fédéral retient la pluralité des méthodologies, notamment en raison de son devoir de retenue. Il existe quatre catégories principales¹⁸⁰: (1) les méthodes comparatives; (2) celles orientées sur la comptabilité; (3) celles basées sur les options réelles; et (4) celles orientées sur les flux de liquidité. Nous donnerons ici un aperçu des deux méthodes les plus fréquemment utilisées par les tribunaux, celle des praticiens et celle du *discounted cash flow* appartenant aux catégories (2) et, respectivement, (4).

a. Méthode de la valeur moyenne arithmétique ou méthode des praticiens

Cette méthode est principalement utilisée à des fins fiscales pour l'impôt sur la fortune ou pour toute autre valorisation de participations dans un contexte fiscal¹⁸¹. La jurisprudence a reconnu que cette méthode ne reflétait pas correctement la valeur de l'entreprise mais la diminuait fortement pour en atténuer les conséquences fiscales¹⁸². La méthode des praticiens a néanmoins l'avantage d'être très simple à appliquer, que ce soit par les autorités de taxation et, malheureusement, aussi parfois pour les tribunaux saisis d'une action en constatation de la valeur réelle.

Elle consiste à réunir et pondérer la valeur substantielle (*Substanzwert*) et la valeur de rendement (*Ertragswert*) pour en extraire une valeur globale. Présentons brièvement ces deux éléments. D'un côté, la valeur substantielle

correspond aux actifs nets de la société (en tenant compte des réserves latentes) et après déduction de la charge fiscale latente, à leur valeur de continuation¹⁸³. Les biens non nécessaires à l'exploitation sont évalués à part, à leur valeur de liquidation. De l'autre, la valeur de rendement, elle, se base sur les résultats annuels capitalisés des deux derniers exercices, qui sont additionnés. Le résultat obtenu est ensuite divisé par trois et les éléments de fortune non nécessaires sont ajoutés.

$$V = (2xR + S) / 3 + N^{184}$$

Cette méthode, prépondérante à l'époque pour valoriser des entreprises¹⁸⁵, ne l'est plus aujourd'hui¹⁸⁶. Elle est en effet tournée vers une image passée de l'entreprise, tandis que l'acheteur est intéressé aux futurs rendements qu'il générera grâce à l'entreprise et non à ceux déjà engrangés par le vendeur. Il convient cependant de relativiser le déclin de la méthode des praticiens qui devrait toujours trouver sa place dans certains domaines d'évaluations, notamment l'évaluation des immeubles¹⁸⁷. Sauf dans les cas où le capital de la société consiste essentiellement dans des actifs immobiliers, la combinaison des valeurs de substance et de rendement pour déterminer la valeur réelle satisfera rarement à l'exigence d'une indemnisation complète du vendeur.

Les auteurs partisans d'une approche strictement objective, centrée sur la valeur intrinsèque, calculent la valeur réelle substantiellement en application de la méthode des praticiens¹⁸⁸. Or, la doctrine est unanimement circonspecte à l'égard de clauses statutaires fixant le prix d'exercice de l'*escape clause* à la valeur fiscale, laquelle reprend pourtant dans les grandes lignes la même méthode d'évaluation¹⁸⁹. Nous sommes d'avis que cette position est contradictoire.

¹⁷⁹ *Supra* IV.1.

¹⁸⁰ PASCAL GANTENBEIN/MARCO GEHRIG, *Moderne Unternehmensbewertung*, ECS 9/2007, 602; MANFRED JÜRGEN MATSCHKE/GERRIT BRÖSEL, *Unternehmensbewertung: Funktionen – Methoden – Grundsätze*, 4^{ème} éd., Wiesbaden 2013.

¹⁸¹ Voir Commentaire 2011 de la Conférence suisse des impôts (CSI) de la Circulaire 28 du 28 août 2008 – Instructions concernant l'estimation des titres non cotés en vue de l'impôt sur la fortune, n° 34 (pour les sociétés commerciales, industrielles et de service, estimées à une moyenne pondérée des valeurs de rendement et substantielle), n° 38 (pour les sociétés holding pures, de gérance et de financement, estimées à leur valeur substantielle), n° 42 (pour les sociétés immobilières, estimées à la valeur substantielle) et n° 52 ch. 1 qui prévoit que «[p]our les entreprises de disposant que d'une seule catégorie de titres, la valeur fiscale d'un titre correspond à la valeur de l'entreprise divisée par le nombre de titres».

¹⁸² ATF 110 II 293, c. 5.

¹⁸³ SOIZIC MENDES DE LÉON/PIETRO SANSONETTI, *Estimation des sociétés non cotées: changements et continuité*, ECS 5/2009, 360, 362; CSI n°28.

¹⁸⁴ V = valeur de l'entreprise; R = valeur de rendement; S = valeur substantielle; N = élément de fortune non-nécessaire.

¹⁸⁵ DEFFERRARD (n. 11), 161 qui cite une étude de 1994 faite par KNÜSEL.

¹⁸⁶ CARL HELBLING, *Unternehmensbewertung im Wandel Langfristige Entwicklungen auf dem Gebiete der Unternehmensbewertung*, ECS 6–7/2001, 609; THOMAS WIDRIG/MARCEL SCHNELLER/STEFAN WIGGER, *Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert, Bewertungstechnische und steuerliche Analyse der überarbeiteten Wegleitung der SSK*, ECS 5/2009, 364, 365; RUDOLF VOLKART, *Unternehmensbewertung und Akquisition*, Versus Verlag Zürich 1999, 81.

¹⁸⁷ HELBLING (n. 186), 611.

¹⁸⁸ Voir p.ex. BÖCKLI (n. 16), § 6 N 221 ss, lequel introduit cependant une projection du rendement de l'année suivante dans la détermination de la valeur de rendement («*Ertragswert*») (N 223a). A supposer que les projections entrent en compte une amélioration du rendement par rapport au passé, l'augmentation de la valeur de rendement qui en découle devrait cependant être tempérée par le taux de capitalisation.

¹⁸⁹ BÖCKLI (n. 16), § 6 N 233; GIORGIO MEIER-MAZZUCATO, *Aspects de la succession d'entreprise et de l'évaluation d'entreprise – Première Partie*, TREX 2013, 152, 155.

b. Méthode du discounted cash flow

La méthode *discounted cash flow* («DCF»), d'origine anglo-saxonne, a connu un essor très important en Suisse durant ces dernières années. La DCF est utilisée à l'heure actuelle par des autorités telles que la Commission des OPA et couverte par les décisions du Tribunal fédéral y étant liées¹⁹⁰. De plus, comme nous l'avons déjà relevé, celle-ci a également été appliquée en lien avec des fusions ou des affaires diverses et variées¹⁹¹.

Le DCF se calcule en additionnant tous les futurs *free cash flows* de la société ramenés à la valeur actuelle en appliquant un taux d'actualisation fondé sur le coût moyen du capital pour cette société, qui varie notamment en fonction de son profil de risque¹⁹². Pour calculer tous les futurs *free cash flows*, la méthode utilise un taux de croissance après le nombre d'années projetées. Cette méthode est difficile à appliquer car elle nécessite les trois projections suivantes, incertaines par nature:

- Les *free cash flows* doivent être tout d'abord évalués sur un certain nombre d'années en établissant un business plan crédible et fondé;
- Un taux de croissance de ces futurs *free cash flows* doit être appliqué en estimant la croissance potentielle de la société à l'infini. Ici, les taux appliqués à des entreprises similaires cotées seront de grande utilité; et enfin
- La somme de ces futurs *free cash flows* doit être ramenée à une valeur actuelle en appliquant un taux d'actualisation reflétant le coût du capital de la société. Ici également, les taux appliqués à des entreprises similaires cotées seront d'une grande utilité.

Le DCF permet de prendre en compte les résultats futurs que l'acheteur obtiendra grâce à la société. Ce sont ces résultats futurs qui intéressent un acheteur contrairement au passé qui ne l'intéresse guère si ce n'est pour en tirer des leçons pour l'avenir. C'est pour cette raison que le DCF est aujourd'hui la méthode la plus utilisée dans le domaine des fusions et acquisitions. Une étude de la NZZ datant de 2003 démontre que 90 % des sociétés cotées avaient alors utilisé la méthode DCF pour évaluer leur entreprise¹⁹³.

3.3 Conclusion intermédiaire sur la valeur réelle

Les développements qui précèdent sur la fixation de la valeur réelle en cas de vente d'actions se laissent mieux résumer à l'aide de l'exemple suivant:

- Pierre détient 9 % des actions nominatives de la société anonyme X. SA, dont il est directeur et administrateur délégué. Il a acquis les actions dans le cadre d'un plan d'intéressement. Le capital-actions de X. SA s'élève à CHF 100'000, et est réparti en 100 actions d'une valeur nominale de CHF 1'000 chacune. Les actions X. SA ne sont pas cotées et leur transfert fait l'objet d'une clause statutaire d'agrément.
- Le reste de l'actionnariat est composé de deux groupes: un groupe majoritaire animé par Paul, qui détient 66 % des actions et un groupe minoritaire animé par Jacques détenant 25 % des actions. Jacques est un cousin de Pierre. Le groupe de Paul dispose de trois administrateurs et celui de Jacques d'un administrateur au Conseil de X. SA.
- Pierre souhaite réorienter sa carrière professionnelle et quitter la direction de X. SA. Par conséquent, il approche les groupes de Paul et Jacques en vue d'une cession de ses titres. Les membres du groupe de Paul, confrontés à un cas de succession entraînant une charge fiscale importante, ne disposent pas des liquidités nécessaires. Les membres du groupe de Jacques, qui disposent d'une garantie bancaire, s'engagent à acquérir (i) la totalité des actions de la société pour un prix de CHF 1'000'000, soit CHF 10'000 par action et subsidiairement (ii) la participation de Pierre pour CHF 45'000, soit un prix de CHF 5'000 par action que Pierre détient, à la condition que X. SA approuve la cession.
- Saisi d'une requête en approbation du transfert des actions de Pierre, le Conseil de X. SA refuse la cession et offre la valeur réelle de ses titres à Pierre, sans toutefois chiffrer son offre. Si le Conseil avait approuvé le transfert, Pierre aurait pu transférer ses actions à un prix de CHF 5'000 par action¹⁹⁴.
- Afin de déterminer la valeur réelle des titres, Pierre soumet l'offre du groupe de Jacques.
- Comme Jacques ne peut pas être considéré comme indépendant eu égard à sa qualité de cousin de Pierre, l'offre est soumise par la société à une expertise de la

¹⁹⁰ BENOÎT CHAPUIS/SEBASTIANO NESSI, Assessing Damage under the Discounted Cash Flow Approach (DCF): Sound Tool or Speculative Method? A Swiss perspective, RSDA 2012, 269.

¹⁹¹ TF 4C.363/2000, c. 3b; TF 5A_557/2008, c. 3.2.2; ATF 132 III 489, 491, c. 2.3.

¹⁹² PETER LABHART/RUDOLF VOLKART, Wie das investierte Kapital bewerten? Invested Capital, Equity und Intangibles (immaterielle Aktiven) als Bewertungsgrößen, ECS 3/2001, 193, 94.

¹⁹³ PETRA JÖRG/CLAUDIO LODERER/LUKAS ROTH, Shareholder Value Maximization: What Managers Say and What They Do, Die Betriebswirtschaft (DBW) 64, 19.

¹⁹⁴ Pierre aurait ainsi pu céder sa part sur une base «stand alone» en cas d'approbation du transfert par la société et de refus de l'offre (i) (totalité des actions) par les autres actionnaires, pour un prix unitaire de CHF 5'000. En effet, la société peut toujours accepter le transfert, notamment si elle estime que le prix offert par l'acquéreur est trop élevé. En cas de vente «stand alone», l'actionnaire ne reçoit pas plus que le prix afférent à sa part, y compris la décote de minoritaire. Ce n'est qu'en cas de refus de la société et d'exercice de l'échappatoire, qui entrave la libre cessibilité de ses actions, qu'il convient de prévoir un processus différent à même de garantir une protection efficace de l'actionnaire sortant.

banque d'affaires mandatée à cet effet pour évaluer l'intégralité des actions de X. SA. Celle-ci détermine la valeur de la société à CHF 900'000, soit CHF 9'000 par actions. La banque applique la méthode du DCF pour arriver à ce résultat. Si Jacques avait été indépendant, l'expertise ne servirait que de test de plausibilité. En l'occurrence, le prix de CHF 9'000 par action représente la valeur réelle de la participation de Pierre¹⁹⁵.

- En cas de désaccord, la voie judiciaire (ou arbitrale) est ouverte à la société comme au vendeur. A cause du manque d'indépendance de Jacques, c'est l'expertise dont le juge devra contrôler la plausibilité eu égard aux principes d'évaluation reconnus en matière d'acquisitions d'entreprises. Le cas échéant, une nouvelle expertise sera demandée pour évaluer la crédibilité de la première. S'agissant du pouvoir de cognition du juge, il y a lieu de s'inspirer de la pratique de la COPA en matière de contrôle des *fairness opinions*, selon laquelle elle «*examine si les conclusions et les explications de l'organe de contrôle [rem: l'expert] sont transparentes, plausibles et vérifiables (transparent, plausibel und nachvollziehbar)*»¹⁹⁶. Si Jacques avait été indépendant, le juge n'aurait eu besoin d'une expertise que pour s'assurer de l'absence d'indices remettant en question l'indépendance et le sérieux de l'offre. Une majoration de 11,1 % (soit CHF 10'000 par rapport à CHF 9'000) ne devrait en principe pas constituer de tels indices.

Afin de ne pas laisser place à l'incertitude judiciaire, la solution préconisée ici sur la détermination de la valeur réelle peut faire l'objet d'un règlement détaillé dans les statuts, pour autant que l'indemnisation du vendeur à la valeur réelle soit garantie et que celui-ci soit toujours en mesure de décliner l'offre de la société¹⁹⁷. Bien que la détermination de la valeur réelle à partir du prix de marché en cas de cession d'actions découle à notre sens de la loi et de sa concrétisation jurisprudentielle, il est effectivement recommandé de le prévoir dans les statuts pour garantir la sécurité du droit lors d'un cas d'exercice de l'*escape clause*.

V. Validité de l'offre: le respect des principes généraux du droit des sociétés

Le Conseil doit respecter les limites générales imposées à son activité par le droit des sociétés, que la société exerce l'*escape clause* pour son compte ou non. Ces limites générales tempèrent le large pouvoir d'appréciation laissé par le législateur de 1991 à la société, notamment si l'on considère que la volonté de conserver le cercle des actionnaires tel qu'il est, représente en soi un motif suffisant pour exercer l'*escape clause*¹⁹⁸. Selon la doctrine et la jurisprudence, le Conseil doit approuver ou non le transfert d'une participation avec diligence et en veillant fidèlement à l'intérêt de la société (art. 717 al. 1 CO; *infra* 1), traiter les actionnaires de manière relativement égale (art. 717 al. 2 CO; *infra* 2) et respecter le principe de l'interdiction de l'exercice manifestement abusif d'un droit (en l'occurrence l'*escape clause*) (art. 2 al. 2 CC; *infra* 3)¹⁹⁹. Le Conseil doit, enfin, exercer l'*escape clause* de façon ménagère (*infra* 4). Ces mêmes devoirs s'appliquent également à la direction en cas de délégation de la gestion²⁰⁰. Enfin, le refus par le Conseil, en violation de ses devoirs, du droit des sociétés et des statuts, d'approuver le transfert et/ou de reconnaître l'acquéreur, peut entraîner sa responsabilité vis-à-vis de la société au sens des art. 754 ss CO²⁰¹.

1. Devoirs de diligence et de loyauté

1.1 Devoir de diligence

En application de l'art. 717 al. 1 CO, le Conseil doit veiller à l'intérêt de la société avec toute la diligence nécessaire en décidant d'approuver ou non le transfert d'une participation. Eu égard à la conception très large de l'intérêt social en matière d'*escape clause*, la décision de refuser l'entrée d'un tiers dans l'actionnariat de la société est en pratique rarement contraire à son intérêt²⁰². Aussi, le Conseil peut dans la vaste majorité des cas aisément satisfaire à la condition de l'intérêt social conformément à l'art. 717 al. 1 CO en refusant son approbation, respectivement la reconnaissance d'un tiers.

L'éventuelle violation du devoir de diligence devrait surtout concerner les règles concernant le rachat d'actions propres, notamment s'agissant de l'existence de fonds

¹⁹⁵ Si Jacques avait pu être considéré comme indépendant, la valeur réelle aurait correspondu au prix unitaire de CHF 10'000, à moins que l'expertise n'eût indiqué que ce prix n'était pas objectivement justifiable à l'aune des méthodes reconnues d'évaluation d'entreprise (auquel cas la voie de l'action en constatation de la valeur réelle eût été ouverte à la société).

¹⁹⁶ LUC THÉVENOZ/PASCAL BOVEY, *Développements du droit suisse des OPA*, RSDA 2013, 239, 242; Voir également la Décision COPA 410/05 du 13 décembre 2012, c. 4.

¹⁹⁷ Voir KLÄY (n. 9), 193 ss (pour les aménagements statutaires) et 463 ss (pour la validité de droits de préemption statutaires).

¹⁹⁸ KLÄY (n. 9), 180 s.; BÖCKLI (n. 16), § 6 N 219.

¹⁹⁹ BÖCKLI (n. 16), § 6 N 203a.

²⁰⁰ ATF 107 II 349 ss; ATF 177 II 441 ss.

²⁰¹ Arrêts du TF 4A_373/2012, c. 2 et 4A_375/2012, c. 2, du 20 novembre 2012. En l'occurrence, c'était la conduite d'un procès, à travers toutes les instances disponibles, qui semblait perdu d'avance, qui a entraîné la responsabilité des administrateurs. L'action en responsabilité était consécutive à la perte du procès par la société dans un litige sur l'exercice abusif de l'*escape clause*, tranché dans l'arrêt du TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003.

²⁰² KLÄY (n. 9), 180 s.

propres librement disponibles et de liquidités non nécessaires à l'exploitation à concurrence du prix d'exercice de l'*escape clause*, ou encore lorsqu'une revente des actions pour respecter les seuils en matière d'actions propres paraît improbable dans un délai raisonnable. Dans certains cas, l'admission de l'acquéreur peut même être dans l'intérêt de la société, lequel prévaut sur son intérêt à refuser le transfert²⁰³, et le Conseil devra approuver le transfert conformément à son devoir de diligence. La violation du devoir de diligence devrait surtout importer en relation avec une éventuelle action en responsabilité pour le dommage subi directement par la société, au sens de l'art. 754 CO²⁰⁴. Le dommage peut, à titre illustratif, résulter de l'utilisation de liquidités nécessaires à l'exploitation de la société pour financer l'acquisition d'actions propres, dommage causé par l'absence de vérification par le Conseil de la situation financière de la société.

1.2 Devoir de loyauté, absence de conflit d'intérêts des administrateurs

L'art. 717 al. 1 CO prescrit aux administrateurs de veiller fidèlement aux intérêts de la société («*Interes-senwahrungspflicht*»²⁰⁵). Exprimé négativement, le devoir de loyauté de l'art. 717 al. 1 CO signifie que le Conseil doit s'abstenir de porter préjudice aux intérêts de la société²⁰⁶. Lorsque le Conseil agit dans son propre intérêt, celui d'actionnaires ou de tiers, alors il convient d'apprécier son activité avec des critères stricts²⁰⁷. Le noyau essentiel du devoir de loyauté réside ainsi dans la prévention et, le cas échéant, la résolution de conflits entre les intérêts de la société d'une part et ceux des administrateurs, d'actionnaires ou de tiers d'autre part²⁰⁸. La doctrine et la jurisprudence²⁰⁹ ont établi un faisceau d'indices matériels permettant d'apprécier l'existence

d'un conflit d'intérêts²¹⁰. Le cas échéant, diverses règles procédurales sont proposées, allant d'une obligation d'informer ses coadministrateurs du conflit à un devoir d'abstention total, suivant son intensité²¹¹.

Notamment, la jurisprudence a établi comme principe la nullité des actes juridiques conclus par des organes avec eux-mêmes pour le compte de la société («*Insi-chgeschäfte*») ou dans un cas de double représentation («*Doppelvertretung*») (sans préjudice d'une action en responsabilité des administrateurs qui ont violé leur devoir de loyauté)²¹². Or, en présence d'un cercle d'actionnaires restreint, en particulier dans les PME à caractère familial, il n'est pas rare que les qualités d'administrateur et d'actionnaire se confondent dans une large mesure, et/ou que les premiers agissent comme représentants des seconds. En présence d'un (groupe d') actionnaire(s) majoritaire(s), le risque que les (ou certains) administrateurs qui lui (leur) sont inféodés privilégient les intérêts de la majorité au détriment de l'actionnaire (minoritaire) est manifeste, notamment en matière de cession d'actions²¹³. Si la société exerce l'*escape clause* pour le compte d'actionnaires qui sont eux-mêmes administrateurs ou ont nommé des représentants au Conseil, l'exercice de l'*escape clause* vise en réalité la conclusion d'une vente (i) avec soi-même ou (ii) dans laquelle un ou des administrateurs représentent à la fois la société et l'acquéreur ultime (double représentation). A notre sens, il y a lieu d'appliquer la jurisprudence susmentionnée et de considérer qu'un tel conflit d'intérêts prive les administrateurs concernés de leur pouvoir de représentation. Il en découle la nullité de la vente que l'exercice de l'*escape clause* vise à conclure, à savoir celle entre l'actionnaire

²⁰³ Voir par exemple l'arrêt du TF 4C.242/2006 du 29 septembre 2006, dans lequel le TF avait jugé contraire à l'intérêt social (et également abusif) le refus de reconnaître comme actionnaire le créancier-gagiste des actions alors que son entrée dans le capital avait été prévue dans le cadre d'un concordat. KLÄY (n. 9), 181, mentionne que l'admission de l'acquéreur est dans l'intérêt de la société lorsque celui-ci garantit (contractuellement) la poursuite des activités sociales.

²⁰⁴ BSK OR II – WATTER/ROTH PELLANDA, n° 2 ad art. 717; ERIC HOMBURGER, n° 769 ad art. 717, in: Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch: Obligationenrecht, Teilband V 5b: Der Verwaltungsrat – Art. 707–726 OR, Zurich 1997.

²⁰⁵ HOMBURGER (n. 203), n° 837 ad art. 717; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (n. 20), § 50 N 169 ss.

²⁰⁶ BÖCKLI (n. 16), § 13 N 600; ROLAND MÜLLER/LORENZ LIPP/ADRIAN PLÜSS, Der Verwaltungsrat: ein Handbuch für Theorie und Praxis, 4^{ème} éd., Zurich/Genève/Bâle 2014, 282.

²⁰⁷ ATF 130 III 213, c. 2.2.2; ATF 113 II 57, c. 3a; entre autres BÖCKLI (n. 16), § 13 N 650; BSK OR II – WATTER/ROTH PELLANDA, n° 15 ad art. 717; MÜLLER/LIPP/PLÜSS (n. 205), 282.

²⁰⁸ BÖCKLI (n. 16), § 13 N 649; GUY MUSTAKI/LUCA URBEN, Prévention et gestion des conflits d'intérêts des administrateurs, SJ 2014, 109; HANS CASPAR VON DER CRONE, Interessenkonflikte im Aktienrecht, RSDA 1994, 1, 2.

²⁰⁹ Voir à ce sujet l'arrêt du TF 4A_375/2012 du 20 novembre 2012, publié aux ATF 139 III 24.

²¹⁰ Notamment BÖCKLI (n. 16), § 13 N 636 ss; MUSTAKI/URBEN (n. 207), 143 ss, qui proposent une typologie des situations de dépendance des administrateurs.

²¹¹ On peut encore mentionner l'approbation de l'acte entaché d'un conflit par un autre organe ou des autres administrateurs, ou encore la commande d'une *fairness opinion*. Voir par exemple BÖCKLI (n. 16), § 13 N 649 ss; VON DER CRONE (n. 207), 8; BSK OR II – WATTER/ROTH PELLANDA, n° 15 ad art. 717; MUSTAKI/URBEN (n. 207), 146 ss.

²¹² P. ex. arrêt du TF 4A_462/2009 du 16 mars 2010, c. 6.3. En doctrine notamment MUSTAKI/URBEN (n. 207), 149 s.; ANSGAR SCHOTT, *Insichgeschäft und Interessenkonflikt*, Zurich 2002, 30 ss (pour un aperçu de l'évolution jurisprudentielle); BENEDIKT MAURENBRECHER/ANSGAR SCHOTT, *Private Rechtsgeschäfte von Organpersonen*, GesKR 2007, 24, 25; HANS CASPAR VON DER CRONE, *Legal Opinion on Conflict of Interests Issue*, Alcon/Novartis Merger; GERHARD/JACQUEMOUD (n. 174), 207. Dans sa *legal opinion*, VON DER CRONE va même plus loin, dans la mesure où il retient la nullité de la décision du Conseil de conclure le contrat de fusion avant même celle du contrat de fusion (art. 12 al. 1 LFus). Il est vrai que, contrairement aux dispositions du CO, la LFus prévoit que les décisions du Conseil sont attaquables (art. 106 LFus).

²¹³ JACCARD/PREMAND (n. 160), 375; BÖCKLI (n. 16), § 13 N 657. Souvent, le majoritaire aura en effet avantage à empêcher la vente de la participation du minoritaire, car l'exercice de l'*escape clause* par la société, même lorsqu'il n'acquiert pas subséquentement la participation, lui permet déjà d'augmenter sa participation dans la société sans bourse délier, soit parce que la société détient des actions sans droit de vote (art. 659a al. 1 CO), soit en raison de la destruction des actions acquises.

auquel le transfert de ses titres a été refusé et l'actionnaire majoritaire pour le compte duquel la société a exercé l'*escape clause*. La vente au tiers acquéreur serait alors réputée approuvée et celui-là devrait être reconnu et inscrit au registre des actionnaires, car l'exercice de l'*escape clause*, en tant qu'il vise un acte juridique nul, serait alors inopérant²¹⁴.

Afin d'atténuer les risques de responsabilité et, dans certaines situations, de nullité, les administrateurs ayant un conflit d'intérêts devront s'abstenir de voter sur un éventuel exercice de l'*escape clause*. A notre sens, si moins de deux administrateurs²¹⁵ peuvent être considérés comme exempts de tout conflit, alors la société ne devrait pas pouvoir valablement délibérer sans autre forme de mesure corrective. Selon la jurisprudence, il restera à la société deux possibilités: (i) faire voter l'assemblée générale et/ou (ii) demander une *fairness opinion*²¹⁶. Un vote de l'assemblée générale est en règle générale considéré comme une mesure corrective car il ouvre la voie de la contestation judiciaire des art. 706 ss CO. Dans le cas de l'exercice de l'*escape clause*, nous avons déjà vu que la voie judiciaire était ouverte afin de contester non seulement le montant de la valeur réelle mais aussi le bien-fondé de son exercice. Un vote de l'assemblée générale n'apporte ainsi rien de plus et devrait être en conséquence rejeté comme mesure corrective. Ensuite, la *fairness opinion* n'apportera pas grand-chose car elle n'opinera que sur le montant de la valeur réelle et non sur le bien-fondé de l'exercice de l'*escape clause*. La situation est même assez perverse, car plus le montant de la valeur réelle sera considéré comme bas plus l'exercice de l'*escape clause* devrait être considéré comme étant dans l'intérêt de la société. La *fairness opinion* pourrait donc vite se retourner contre la société dans le litige concernant la valeur réelle. Pour résoudre un tel conflit d'intérêts, nous pensons que la société devrait nommer de nouveaux organes indépendants de la majorité, qui seraient habilités à prendre une décision valable et fondée dans l'intérêt de la société.

2. Egalité de traitement

Selon l'art. 717 al. 2 CO, le Conseil doit traiter de la même manière les actionnaires qui se trouvent dans la même situation. Dès lors que les droits des actionnaires se mesurent en principe à leur participation au capital de

la société, l'égalité de traitement ne vaut que de manière relative et il peut y être dérogé dans la mesure où la poursuite du but social dans l'intérêt de tous les actionnaires le justifie²¹⁷.

En matière de restrictions statutaires au transfert des actions, cela signifie notamment que l'actionnaire vendeur²¹⁸ doit être traité de manière égale aux autres actionnaires par le Conseil et que ce dernier applique, sauf motifs fondés, les mêmes critères aux demandes d'approbation qui lui sont soumises²¹⁹. La relativité du principe permettant d'apprécier une éventuelle inégalité de traitement résultant d'une décision de l'assemblée générale ne saurait s'appliquer telle quelle aux décisions du Conseil, faute de quoi ce dernier serait alors toujours légitimé à agir dans l'intérêt de la majorité²²⁰. En outre, en matière de restrictions statutaires au transfert des actions non cotées, l'actionnaire vendeur se retrouve rarement dans une situation comparable à celle des autres actionnaires, de sorte que le respect de l'égalité de traitement doit être examiné sous un angle plus matériel par rapport au principe prévalant à l'égard des décisions de l'assemblée générale²²¹.

Dans un arrêt 4C.242/2001 du 5 mars 2003 (ci-après l'arrêt Rheisauer), le Tribunal fédéral considère que l'art. 717 al. 2 CO oblige non seulement le Conseil à traiter de manière égale des actionnaires dans la même situation, mais *lui interdit de privilégier les intérêts particuliers de certains actionnaires* sans que l'intérêt social ne le justifie²²². L'interdiction faite au Conseil de favoriser les intérêts de certains actionnaires vaut même si l'*escape clause* est exercée pour le compte d'autres actionnaires²²³. En particulier, les administrateurs violent l'égalité de

²¹⁷ Sur le tout, voir arrêts du TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003, c. 3.1 et ATF 102 II 254, c. 1, et les réf. citées.

²¹⁸ HUGUENIN JACOBS (n. 22), 218 et 223. En effet, aussi longtemps que la société n'a pas approuvé le transfert, le vendeur demeure actionnaire et, partant, peut se prévaloir du devoir d'égalité de traitement incombant au Conseil.

²¹⁹ BSK OR II – WATTER/PELLANDA, n° 29 ad art. 717; HUGUENIN JACOBS (n. 22), 223.

²²⁰ HOMBURGER (n. 203), n° 1106 ad art. 717.

²²¹ En particulier, l'actionnaire vendeur ne peut pas se prévaloir de l'égalité de traitement en se fondant sur l'hypothèse future que le transfert de ses actions par un autre actionnaire (majoritaire) serait selon toutes probabilités approuvé par la société (arrêt du TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003, c. 3.1).

²²² Arrêt du TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003, c. 3.3. Il s'agit de l'arrêt rendu dans le litige opposant les sociétés Lorze AG et Rheisauer Beteiligungen AG, dans lequel le TF a jugé contraire à l'égalité de traitement et abusif le refus par la société de reconnaître Lorze AG comme actionnaire à part entière pour les actions nominatives acquises de sa filiale consécutivement à sa fusion par absorption avec Lorze AG. C'est ce même cas qui a trouvé son épilogue dans l'arrêt 4A_375/2012 du 20 novembre 2012 (publié aux ATF 139 III 24), dans lequel le TF a consacré le principe de la *business judgement rule* et admis la responsabilité des administrateurs de Rheisauer Beteiligungen AG pour les coûts subis par la société en raison du premier litige.

²²³ Arrêt du TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003, c. 3.3. Selon le TF, contrairement aux actionnaires, les administrateurs doivent en tous les cas faire passer l'intérêt social avant leurs intérêts particuliers.

²¹⁴ Même solution dans l'arrêt du TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003.

²¹⁵ MUSTAKI/URBEN (n. 207), 130.

²¹⁶ ATF 127 III 332 c. 2.a. Pour un commentaire: BETTINA STUTZ/HANS CASPAR VON DER CRONE, Kontrolle von Interessenkonflikten im Aktienrecht. Urteil des Bundesgerichts 127 III 332 vom 2. Mai 2001 i.S. Erbgenossenschaft J.M. (Berufungsklägerin) gegen K. AG (Berufungsbeklagte). Urteil des Bundesgerichts 4C.397/1998 vom 15. Juni 1999 i.S. W, C und T (Berufungskläger) gegen H Immobilien Holding AG (Berufungsbeklagte), RSDA 2003, 102. Voir également JACCARD/PREMAND (n. 160), 381; MUSTAKI/URBEN (n. 207), 149.

traitement s'ils exercent l'*escape clause* afin de permettre à un actionnaire (généralement majoritaire) d'accroître sa participation dans la société. Le Conseil doit en outre respecter l'égalité de traitement lors de l'attribution des actions acquises consécutivement à l'exercice de l'*escape clause*²²⁴. Selon la jurisprudence Rheisauer, l'exercice de l'*escape clause* dont il résulte une inégalité de traitement injustifiée a comme conséquence que le transfert d'actions est approuvé et l'acquéreur reconnu comme actionnaire à part entière (par jugement). Celui-ci pourrait également obtenir des dommages-intérêts au motif que la violation de l'égalité de traitement lui a causé un dommage direct²²⁵.

Nous examinerons la question de l'intérêt social susceptible de justifier une entorse au principe de l'égalité de traitement dans le paragraphe qui suit, en relation avec l'interdiction faite à la société d'exercer l'*escape clause* de façon manifestement abusive.

3. Limites posées par l'art. 2 al. 2 CC et l'interdiction de l'exercice manifestement abusif d'un droit

En vertu de l'article 2 al. 2 CC, l'abus manifeste d'un droit n'est pas protégé par la loi. L'existence d'un abus de droit se détermine selon les circonstances concrètes du cas d'espèce²²⁶. Le principe de l'interdiction de l'abus de droit s'applique à l'ensemble de l'ordre juridique suisse, y compris à (i) l'exercice du pouvoir dans la société anonyme par les actionnaires majoritaires²²⁷ et, dans le cas qui nous occupe ici, (ii) l'exercice de l'*escape clause* par le Conseil²²⁸. Seul l'abus manifeste d'un droit prive celui qui l'exerce des effets juridiques qu'il invoque²²⁹, de sorte que l'abus de droit doit être admis avec restriction²³⁰. A l'instar du principe de l'égalité de traitement, l'interdiction de l'abus de droit, appliquée au droit des sociétés, vise à protéger les intérêts minoritaires. Cela étant, l'éga-

lité de traitement ne revêt pas le caractère de *lex specialis* par rapport à l'art. 2 al. 2 CC²³¹, lequel a une portée propre en droit des sociétés²³². En d'autres termes, une décision de l'assemblée générale ou du Conseil, qui ne crée pas d'inégalité de traitement, peut cependant se révéler abusive.

L'application de l'interdiction de l'abus de droit à des cas concrets suppose que toute entrave aux droits des actionnaires minoritaires doit être objectivement fondée («*Sachlichkeitsgebot*»)²³³. Cela signifie que les droits de la minorité ne peuvent pas être restreints pour des motifs qu'aucune considération économique raisonnable, dans l'intérêt de la société et/ou de l'ensemble des actionnaires, ne justifie. En particulier, l'exercice de l'*escape clause* est infondé et donc manifestement abusif lorsque la société n'a aucun motif justifiable, se situant dans sa sphère d'intérêt, à refuser l'acquéreur de ses actions²³⁴, et qu'il sert exclusivement les intérêts de certains actionnaires au détriment de ceux de l'actionnaire vendeur²³⁵.

L'exigence d'un intérêt social à l'exercice de l'*escape clause* revêt ainsi un rôle déterminant dans l'appréciation d'un éventuel abus de droit au détriment de l'actionnaire vendeur. Les restrictions statutaires au transfert des actions non cotées permettent à la société d'exercer une influence sur la composition personnelle de son actionnariat, et d'éviter les modifications dans les rapports de force existants en son sein. Dans l'esprit du législateur de 1991, l'*escape clause* revêt une fonction subsidiaire par rapport aux justes motifs statutaires de refus²³⁶ et confère à la société une possibilité d'écarter un acquéreur contre le paiement de la valeur réelle, lorsqu'elle ne peut justement pas fonder son refus sur des motifs suffisamment importants au sens de l'art. 685b al. 1 CO (première phrase). Ainsi, l'intérêt social à l'exercice de l'*escape clause* consiste notamment à restreindre l'accès de son actionnariat à des tiers. Nous allons examiner quelques cas particuliers où l'intérêt social paraît douteux.

Si les actionnaires contrôlant la société sont au bénéfice d'un droit de préemption, dont ils ne font pas usage, nous pensons qu'il serait fort probablement arbitraire que la société, à travers les représentants de ces actionnaires au Conseil, exerce l'*escape clause*, qui plus est si cela devait entraîner des conséquences négatives pour le vendeur²³⁷.

²²⁴ KLÄY (n. 9), 182. Il s'agit de l'hypothèse inverse du rachat d'actions propres. L'égalité de traitement a une portée similaire dans la mesure où la société doit en principe offrir à tous les actionnaires de leur acheter une part proportionnelle de leurs actions.

²²⁵ Il est largement admis en doctrine que la violation de l'égalité de traitement est susceptible d'entraîner un dommage direct dans le chef de l'actionnaire, qu'il pourra en conséquence faire valoir pour son compte à l'encontre des administrateurs dans le cadre d'une action en responsabilité au sens des art. 754 ss CO. Voir notamment BSK OR II – WATTER/ROTH PELLANDA, n 2 ad art. 717; JACQUEMOUD/PASQUIER (n. 56), 295–298.

²²⁶ ATF 129 III 493, c. 5.1, et les arrêts cités.

²²⁷ Arrêt du TF 4A_205/2008 du 19 août 2008, c. 4.1.

²²⁸ Entre autres KLÄY (n. 9), 182 s.

²²⁹ Sur les conséquences juridiques de l'exercice manifestement abusif d'un droit, voir HAUSHEER/AEBI-MÜLLER, Art. 2, in: Berner Kommentar, Bd. I/1, Einleitung Art. 1–9 ZGB, Berne 2012, N 204, qui relèvent dans la jurisprudence fédérale que, selon les circonstances, l'abus de droit peut notamment donner lieu à une prétention en dommages et intérêts, une prétention en exécution ou encore à une adaptation judiciaire du contrat.

²³⁰ Arrêt du TF 4A.205/2008 du 19 août 2008, c. 4.1.

²³¹ Arrêt du TF 4A.205/2008 du 19 août 2008, c. 3.2; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (n. 20), § 39 N 105.

²³² Arrêt du TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003, c. 5.1; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (n. 20), § 39 N 104.

²³³ Arrêt du TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003, c. 4.1.

²³⁴ BÖCKLI (n. 16), § 6 N 203a; KLÄY (n. 9), 182.

²³⁵ Arrêt du TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003, c. 5.1.; ATF 95 II 157.

²³⁶ Art. 685b al. 2 CO.

²³⁷ D'un autre avis KLÄY (n. 9), 182 s, qui estime que l'*escape clause* peut valablement servir à la mise en œuvre de droits d'acquisition conventionnels. D'un autre avis que KLÄY, BÖCKLI (n. 16), § 6 N 204. A notre sens, on peut difficilement trancher la question de manière abstraite. En tous les cas, l'intérêt de la société dans le cas concret devrait prévaloir. S'agissant de droits d'acquisition conven-

Ensuite, l'exercice de l'*escape clause* dans la perspective de revendre les actions acquises à la valeur réelle avec une plus-value devrait être abusif lorsqu'il est planifié au moment de l'acquisition et que le Conseil procède à de la rétention d'information ou abuse autrement de la position de minoritaire du vendeur²³⁸. Afin de récupérer son dommage consistant à la différence entre le prix lui ayant été payé et celui payé par l'acheteur subséquent, l'actionnaire vendeur devrait selon nous faire valoir qu'il a accepté la cession de ses actions à la société et/ou autres actionnaires sous l'empire d'une erreur essentielle et/ou d'un dol afin d'invalider la cession et recouvrer sa qualité d'actionnaire²³⁹. Il serait alors légitimé à obtenir la réparation de son dommage direct auprès des administrateurs en raison de l'inégalité de traitement et de l'abus de droit subis²⁴⁰. Enfin, le refus suite à une succession universelle, par exemple dans le cas d'une fusion entre sociétés du même groupe, est généralement abusif si la succession n'entraîne aucune modification matérielle dans l'actionariat²⁴¹.

Il ressort de l'arrêt Rheisauer que l'exercice abusif de l'*escape clause* est privé d'effets juridiques et n'empêche pas le transfert des actions; en conséquence, le transfert des actions est approuvé, et l'acquéreur reconnu comme actionnaire à part entière (par jugement).

En dehors de ces cas, la conception très large de l'intérêt social en matière d'*escape clause*, respectivement l'admissibilité restreinte de l'abus manifeste d'un droit, ne permettent que très difficilement de retenir un abus de droit dans le cas d'un transfert d'actions à un tiers. En effet, la société aura en principe toujours un intérêt justifiant de le tenir écarté du cercle de ses actionnaires. Nous réservons cependant le principe selon lequel un droit doit être exercé avec ménagement lequel, s'agissant de modalités d'exercice de l'*escape clause*, devrait offrir une certaine protection à l'actionnaire vendeur dans des cas précis (voir ci-après).

4. Exercice ménager d'un droit («*schonende Rechtsausübung*») et conséquences fiscales de l'exercice de l'*escape clause*

En application du principe de l'exercice ménager d'un droit («*schonende Rechtsausübung*»), la société doit

tionnels, l'exercice de l'*escape clause* devrait être abusif lorsqu'il permet au bénéficiaire d'un droit d'acquisition conventionnel de devenir propriétaire des actions vendues à des conditions plus avantageuses que celles prévues dans une convention d'actionnaires.

²³⁸ BÖCKLI (n. 16), § 6 N 203a. Voir toutefois l'arrêt du TF 4C.159/2006 du 13 juillet 2006.

²³⁹ Art. 31 CO.

²⁴⁰ Voir à ce sujet l'arrêt du TF 4C.159/2006 du 13 juillet 2006, lequel concernait la vente de toutes les actions d'une société au prix unitaire de CHF 1'600 après que les actionnaires avaient exercé un droit de préemption statutaire à l'encontre du demandeur au prix unitaire de CHF 1'200 (recours rejeté).

²⁴¹ Arrêt du TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003, c. 5.4.

choisir, lorsque différentes possibilités d'atteindre un but en soi légitime s'offrent à elle, celle qui présente le moins de désavantages pour ceux dont l'exercice de son droit affecte la situation juridique²⁴². Dans un arrêt de 1991 rendu dans la cause Association Canes contre Nestlé SA en matière d'exclusion des droits de souscription préférentiels sous l'empire de l'ancien droit, le Tribunal fédéral a jugé que «l'exclusion de ce droit de souscription n'est cependant pas laissée au bon vouloir de l'assemblée générale. Elle exige au contraire une justification objective, respectant tant l'égalité de traitement que le principe selon lequel un droit doit être exercé avec ménagement»²⁴³ et, partant, que le principe selon lequel un droit doit être exercé avec ménagement «[...] est violé lorsque les décisions de la majorité compromettent les droits de la minorité alors même que le but poursuivi dans l'intérêt de la société aurait pu être atteint de manière peu ou pas dommageable pour cette minorité et sans inconvénient pour la majorité»²⁴⁴. Dans son arrêt Rheisauer, le Tribunal fédéral considère que le principe de l'exercice ménager d'un droit est un cas d'application de l'interdiction de l'abus de droit²⁴⁵. Le Conseil doit donc exercer l'*escape clause* de façon ménagère. Il apparaît d'emblée que, lorsque l'intérêt de la société consiste à écarter l'acquéreur et qu'elle n'a aucun juste motif à faire valoir à son encontre, seul l'exercice de l'*escape clause* entre en considération. A notre sens, l'actionnaire ne peut guère se prévaloir d'une violation du principe de l'exercice ménager d'un droit quant à l'exercice même par la société de l'*escape clause* sauf dans certains cas spécifiques décrits plus haut.

Toutefois, la société est également tenue de respecter ce principe lorsque plusieurs modalités d'exercice de l'*escape clause* s'offrent à elle, et que le choix de l'une plutôt que l'autre affecte la situation de l'actionnaire vendeur de façon différente. On pense notamment aux conséquences fiscales du rachat d'actions propres consécutives à l'exercice de l'*escape clause*. D'une part, l'actionnaire domicilié en Suisse qui détient ses actions dans sa fortune privée a un intérêt manifeste à ce que ses coactionnaires ou un tiers acquièrent sa participation, au lieu de la société, respectivement que celle-ci l'aliène dans les délais de l'art. 4a LIA. Si la société peut exercer l'*escape clause* aussi bien pour le compte d'autres actionnaires que pour elle-même, elle doit à notre sens privilégier la première possibilité²⁴⁶. D'autre part, si cela devait s'avérer impossible, la société dispose d'un pouvoir d'appréciation quant aux fonds propres librement disponibles qu'elle doit affecter au financement de l'acquisition. Si le Conseil affecte les réserves (librement disponibles) issues des bénéfices, les conséquences pour l'actionnaire vendeur sont potentiel-

²⁴² FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (n. 20), § 39 N 95.

²⁴³ ATF 117 II 290, 300, et les réf. citées.

²⁴⁴ ATF 117 II 290, 302, et les réf. citées.

²⁴⁵ Arrêt du TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003, c. 4.2.

²⁴⁶ NOBEL (n. 49), 34.

lement désastreuses, puisque le prix d'acquisition sera soumis, dans le chef de l'actionnaire vendeur, à l'impôt sur le revenu. A l'inverse, l'affectation de réserves en capital à concurrence du montant du prix d'achat est assimilée à un remboursement d'agio et neutre sur le plan fiscal du point de vue de l'actionnaire vendeur. Du point de vue de la société, dont l'intérêt prévaut (et non celui des actionnaires restants), les deux termes de l'alternative sont équivalents²⁴⁷. En conséquence, si la société dispose de réserves en capital, l'exercice ménager de l'*escape clause* devrait lui imposer la dissolution de ces réserves afin d'atténuer les conséquences fiscales du rachat d'actions pour l'actionnaire vendeur.

A notre avis, ces cautèles concernant la manière d'exercer l'*escape clause* sont nécessaires pour rendre au Message et à la jurisprudence traitant de la valeur réelle leur sens lorsqu'ils parlent d'un dédommagement total de l'actionnaire sortant. De plus, les restrictions au transfert des actions sont une entorse significative au système capitalistique, de sorte qu'il nous paraît légitime d'imposer certaines restrictions à son exercice pour la société, bien évidemment en restant dans le cadre légal.

Une violation de l'exercice ménager de l'*escape clause* aura les mêmes effets que l'abus de droit et le transfert sera considéré comme étant approuvé.

VI. Conclusions

Des réflexions qui précèdent sur l'*escape clause*, nous tirons les conclusions principales suivantes:

- Autant que le respect des art. 659 ss CO l'est pour la société, les conséquences fiscales du rachat d'actions propres sont déterminantes pour l'actionnaire vendeur. La société doit exercer son droit de façon ménagère en mettant tout en œuvre pour éviter une liquidation des titres au sens fiscal lorsqu'elle aboutit à l'imposition d'un dividende de liquidation en lieu et place d'un gain en capital exonéré. La dissolution de potentielles réserves en capital à charge des fonds propres librement disponibles devrait à cet égard revêtir un caractère quasi justiciable pour le vendeur avec pour effet un exercice inopérant de l'*escape clause* en cas de violation. En amont, il peut être avisé de prévoir statutairement que la société ne peut exer-

cer l'*escape clause* que pour le compte des autres actionnaires et/ou de tiers²⁴⁸;

- La valeur réelle telle que nous la concevons a pour effet de favoriser la pleine et entière indemnisation de l'actionnaire conformément à la jurisprudence fédérale. Nous préconisons ainsi un processus qui prend en compte le prix du marché comme étalon-mesure.

²⁴⁷ On pourrait opposer à la dissolution des réserves en capital, précieuses fiscalement, que l'actionnaire bénéficie d'une distribution privilégiée par rapport aux autres actionnaires. Nous sommes d'avis que la situation de l'actionnaire vendeur n'est pas comparable à celle de ses coactionnaires. Aussi, seule l'influence de la dissolution de réserves en capital sur la situation de la société doit être appréciée. Pour cette dernière, il est indifférent que les réserves en capital ou en bénéfices soient affectées à la diminution des fonds propres librement disponibles.

²⁴⁸ KLÄY (n. 9), 194.