



Berne, le 15 février 2023

---

## **Répercussions des « actions de loyauté »**

Rapport du Conseil fédéral donnant suite au  
postulat 18.4092 de la Commission des affaires  
juridiques du Conseil des États du 16 octobre  
2018

---

## Table des matières

<b>1</b>	<b>Contexte</b> .....	<b>4</b>
1.1	Actions de loyauté .....	4
1.2	Révision du droit de la société anonyme .....	4
1.3	Le postulat 18.4092 Conséquences des « actions de loyauté » .....	5
1.4	Démarche d'élaboration du rapport .....	5
<b>2</b>	<b>Expertises externes</b> .....	<b>5</b>
2.1	Étude juridique .....	5
2.1.1	Mandat .....	5
2.1.2	Rapport et recommandations de la mandataire 1 .....	6
2.1.2.1	Législations étrangères (III. Droit comparé) .....	6
2.1.2.2	Législation suisse (IV. Analyse) .....	6
2.1.2.3	Variantes (V. Alternatives possible) .....	7
2.2	Analyse d'impact de la réglementation (AIR) .....	7
2.2.1	Mandat .....	7
2.2.2	AIR et recommandations de la mandataire 2 .....	8
<b>3</b>	<b>Questions posées par le postulat</b> .....	<b>9</b>
3.1.1	Avantages, inconvénients et conséquences potentiels des actions de loyauté .....	9
3.1.2	Éventuelles conséquences sur les sociétés faisant l'objet d'un assainissement ou d'une succession .....	10
3.1.3	Variantes possibles pour une mise en œuvre dans le droit de la société anonyme .....	11
<b>4</b>	<b>Appréciation du Conseil fédéral</b> .....	<b>11</b>
4.1	Contexte .....	11
4.2	Nécessité d'intervenir .....	11
<b>5</b>	<b>Conclusion</b> .....	<b>12</b>

## Condensé

*La mise en place d'actions de loyauté vise à contrer la vision à court terme des investisseurs (court-termisme) et les conséquences négatives qui en découlent en favorisant l'investissement à long terme dans les sociétés anonymes. Ce type d'action a pour but d'accroître la durée de détention des titres et ainsi d'apporter une certaine stabilité aux entreprises tout en réduisant le nombre d'actions dispo.*

*Afin d'encourager la participation à long terme des actionnaires, le Parlement a envisagé, dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme (16.077), d'accorder aux sociétés anonymes la possibilité d'octroyer certains avantages aux actionnaires inscrits avec droit de vote au registre des actions depuis plus de deux ans. Un postulat de la Commission des affaires juridiques du Conseil des États (18.4092 Conséquences des « actions de loyauté ») a chargé le Conseil fédéral « de présenter un rapport dans lequel il montrera les avantages, les inconvénients et les conséquences potentiels des “actions de loyauté” [...]. En plus d'une analyse d'impact de la réglementation, le rapport examinera la situation juridique dans d'autres pays afin de présenter d'éventuelles autres possibilités de mise en œuvre dans le droit suisse de la société anonyme ainsi que l'opportunité d'une telle disposition. »*

*Pour donner suite à ce postulat, deux expertes externes ont été mandatées, l'une pour rédiger une étude juridique, l'autre pour établir une analyse d'impact de la réglementation. Les deux rapports montrent que la mise en place d'actions de loyauté n'aurait pas les répercussions souhaitées et qu'il n'est guère nécessaire de légiférer en ce sens. De l'avis des expertes, la mise en place d'actions de loyauté n'est pas recommandable, ou du moins pas sans réserve.*

*Après avoir consulté les deux rapports externes et répondu aux questions individuelles soulevées par le postulat, le Conseil fédéral se voit confirmé dans son intention, déjà exprimée dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme, de maintenir le statu quo. Il estime judicieux de renoncer à créer la possibilité d'émettre des actions de loyauté.*

# 1 Contexte

## 1.1 Actions de loyauté

Le terme « actions de loyauté » fait référence à des privilèges<sup>1</sup> (droits patrimoniaux ou de participation)<sup>2</sup> pouvant être accordés aux actionnaires visant le long terme afin de récompenser leur fidélité<sup>3</sup>. La discussion sur les actions de loyauté<sup>4</sup> a été motivée par la volonté de contrer la vision à court terme des investisseurs (court-termisme)<sup>5</sup> et les conséquences négatives qui en découlent<sup>6</sup>. Ce type d'action a pour but d'apporter une certaine stabilité aux entreprises tout en réduisant le nombre d'actions dispo<sup>7,8</sup>.

## 1.2 Révision du droit de la société anonyme

Afin d'encourager la *participation à long terme des actionnaires*<sup>9</sup>, le Parlement a envisagé, dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme (16.077)<sup>10</sup>, d'accorder aux sociétés anonymes la possibilité d'octroyer certains avantages aux actionnaires inscrits avec droit de vote au registre des actions depuis plus de deux ans. Le Conseil national (CN) s'est prononcé en faveur de la mise en place d'actions de loyauté lors des sessions d'été 2018<sup>11</sup> et d'hiver 2019<sup>12</sup>.

Le projet du CN (P-CO) prévoyait la possibilité pour les sociétés d'inscrire dans leurs statuts les avantages suivants pour les détenteurs inscrits depuis deux ans au moins comme actionnaires avec droit de vote dans le registre des actions<sup>13</sup> :

- *Prix d'émission préférentiel* : prix d'émission inférieur de 20 % au plus sur le capital-actions nouvellement créé (art. 652b, al. 5, P-CO) ;
- *Droit de souscription préférentiel* : jusqu'à 20 % du capital-actions nouvellement créé (art. 652b<sup>bis</sup> P-CO) ;
- *Augmentation du dividende ou des réserves issues du capital* : dividende ou remboursement de réserves issues du capital jusqu'à 20 % plus élevé (art. 661a P-CO)<sup>14</sup>.

Le Conseil des États (CE) a toutefois décidé par la suite de renoncer à la mise en place des actions de loyauté<sup>15</sup>. Un postulat de sa Commission des affaires juridiques

<sup>1</sup> MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, Schweizerisches Gesellschaftsrecht – Mit neuem Firmen- und künftigen Handelsregisterrecht und unter Einbezug der Aktienrechtsreform, 12<sup>e</sup> éd. mise à jour – état fin décembre 2021 par Peter Forstmoser et Marcel Kuchler, disponible sous : [https://www.forstmoser.ch/wp-content/uploads/2022/01/GesR-Update\\_2021-12\\_FINAL.pdf](https://www.forstmoser.ch/wp-content/uploads/2022/01/GesR-Update_2021-12_FINAL.pdf) (consulté le 07.09.2022), N 151d ; BURCKHARDT, Loyalitätsaktien im Rahmen der Aktienrechtsrevision, in : Müller/Forrer/Zuur (édit.), Das Aktienrecht im Wandel – Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt, Zurich/Saint-Gall 2020, p. 369 s.

<sup>2</sup> JENTSCH, Loyalitätsaktien, RSJ 118/2022, p. 267

<sup>3</sup> VON DER CRONE/MOHASSEB, Stand der Aktienrechtsrevision, AJP/PJA 8/2019, p. 781 ss

<sup>4</sup> Sur le contexte de cette discussion, voir également l'étude juridique, p. 26 ss.

<sup>5</sup> La problématique du court-termisme est présentée dans le rapport AIR, p. 7 ss.

<sup>6</sup> BURCKHARDT, *ibid.*, p. 368 ; JENTSCH, *ibid.*, p. 268 ; rapport AIR p. v et 7 ss

<sup>7</sup> Il s'agit d'actions nominatives dont les détenteurs ne sont pas inscrits au registre des actions et ne peuvent donc exercer aucun droit de participation, mais qui perçoivent néanmoins les dividendes ; voir message du 23 novembre 2016 concernant la modification du code des obligations (droit de la société anonyme), FF 2017 353, p. 393 s. ; étude juridique, p. 3.

<sup>8</sup> Étude juridique, p. 13 s.

<sup>9</sup> Sur le terme allemand « langfristige Aktionärsbeteiligungen », voir BURCKHARDT, *ibid.*, p. 367.

<sup>10</sup> [www.parlament.ch](http://www.parlament.ch) > Travail parlementaire > Recherche Curia Vista > 16.077

<sup>11</sup> BO 2018 N 1119 ss

<sup>12</sup> BO 2019 N 2385 ss

<sup>13</sup> Voir dépliant 2018 II N ; 16.077n: N11 F.pdf – Dépliant session d'été 2018 décision du Conseil national.

<sup>14</sup> Dépliant 2018 II N ; 16.077n: N11 F.pdf – Dépliant session d'été 2018 décision du Conseil national (disponible sous : <https://www.parlament.ch/centers/eparl/curia/2016/20160077/N11%20F.pdf>) ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, *ibid.*, N 151d ; voir aussi BURCKHARDT, *ibid.*, p. 378 s.

<sup>15</sup> BO 2019 E 497

(CAJ-E ; 18.4092 Conséquences des « actions de loyauté »)<sup>16</sup> charge toutefois le Conseil fédéral de *montrer les conséquences des « actions de loyauté »*<sup>17</sup>. Au cours de la conférence de conciliation, il a finalement été décidé d'attendre le rapport donnant suite au postulat avant de légiférer<sup>18</sup>.

### 1.3 Le postulat 18.4092 Conséquences des « actions de loyauté »

Le CE a adopté le postulat 18.4092 Conséquences des « actions de loyauté » de sa Commission des affaires juridiques le 19 juin 2019. Celui-ci charge le Conseil fédéral « de présenter un rapport dans lequel il montrera les avantages, les inconvénients et les conséquences potentiels des “actions de loyauté”, que le Conseil national a introduites dans le projet de révision du droit de la société anonyme (16.077) lors de l'examen de cet objet à la session d'été 2018. Il s'agit notamment de présenter les conséquences de ces “actions de loyauté” pour l'économie et les éventuels effets qu'elles pourraient avoir pour une entreprise lorsque celle-ci fait l'objet d'un assainissement ou d'une succession en particulier en fonction de la durée de détention prévue. En plus d'une analyse d'impact de la réglementation, le rapport examinera la situation juridique dans d'autres pays afin de présenter d'éventuelles autres possibilités de mise en œuvre dans le droit suisse de la société anonyme ainsi que l'opportunité d'une telle disposition. »

Le Conseil fédéral a proposé d'accepter le postulat.

### 1.4 Démarche d'élaboration du rapport

Face à la complexité de la tâche, qui nécessitait d'analyser les conséquences économiques comme les législations étrangères, l'Office fédéral de la justice (OFJ) a mandaté des expertes externes pour rédiger une étude juridique (ch. 2.1) et une analyse d'impact de la réglementation (AIR ; ch. 2.2). Ces expertises externes ont servi de base au présent rapport du Conseil fédéral.

## 2 Expertises externes

### 2.1 Étude juridique<sup>19</sup>

#### 2.1.1 Mandat

L'OFJ a chargé en octobre 2021

la prof. Isabelle Chabloz Waidacher, Université de Fribourg (ci-après la mandataire 1)

de rédiger une expertise.

Conformément au mandat, son rapport final présente les législations de différents États de l'Union européenne (UE), à savoir l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne, ainsi que de l'État américain du Delaware (III. Droit comparé)<sup>20</sup>, un examen

<sup>16</sup> [www.parlament.ch](http://www.parlament.ch) > Travail parlementaire > Recherche Curia Vista > 18.4092

<sup>17</sup> Communiqué de presse (Berne) *La commission clôt ses délibérations relatives au droit de la société anonyme* (disponible sous : <https://www.parlament.ch/press-releases/Pages/2018/mm-rk-s-2018-11-07.aspx?lang=1036>).

<sup>18</sup> BO 2020 N 984 (Keller-Sutter Karin) ; sur les travaux législatifs, voir l'étude juridique, p. 7 ss.

<sup>19</sup> L'étude juridique (« Rapport relatif au postulat 18.4092 « actions de loyauté ») est disponible sous : [www.bj.admin.ch](http://www.bj.admin.ch).

<sup>20</sup> Étude juridique, p. 14 ss

des règles adoptées par le Conseil national lors de la session d'été 2018 (IV. Analyse)<sup>21</sup> puis plusieurs variantes (V. Alternatives possibles)<sup>22</sup>.

## **2.1.2 Rapport et recommandations de la mandataire 1**

La mandataire 1 **déconseille l'introduction d'actions de loyauté** telles que les envisage le Conseil national. Même si la durée de détention des actions s'est réduite, la grande majorité des sociétés suisses cotées a un actionariat concentré et donc en principe stable. Pour celles qui ont un actionariat dispersé, elle estime qu'il sera difficile de trouver une majorité d'actionnaires prête à adopter de tels privilèges dans les statuts. Les actions de loyauté pourraient éventuellement contribuer à réduire le nombre d'actions dispo. Si celles-ci ne sont pas un véritable problème en Suisse, une variante est également de renoncer à introduire les actions de loyauté dans la loi<sup>23</sup>.

### **2.1.2.1 Législations étrangères (III. Droit comparé)**

Dans son étude de droit comparé, la mandataire 1 montre que la plupart des pays qui permettent de récompenser les actionnaires fidèles le font par un droit de vote double (France, Espagne, Italie et Belgique). Elle observe que ce sont surtout les sociétés dominées par un actionnaire de contrôle qui en font l'usage. La France et l'Italie prévoient en outre la possibilité d'un dividende de fidélité pour autoriser les sociétés cotées à récompenser leurs petits actionnaires (0,5 % du capital-actions au maximum). Quant à la prime sur le dividende, elle peut s'élever à 10 % au maximum. À la connaissance de la mandataire 1, six sociétés françaises<sup>24</sup> font actuellement usage du dividende de fidélité. En Italie, le dividende majoré a été introduit en 2010 pour mettre en œuvre la Directive (UE) 2007/36/CE et encourager l'actionariat à long terme, mais aucune société cotée italienne ne semble en faire usage<sup>25</sup>.

### **2.1.2.2 Législation suisse (IV. Analyse)**

La volonté d'encourager les actionnaires à s'engager à long terme dans l'entreprise repose sur l'hypothèse que les stratégies d'investissement à court terme ont une influence négative sur la gestion (durable) de l'entreprise (problème du court-termisme). Dans une brève analyse logique de ce présupposé, la mandataire 1 affirme que même s'il semble empiriquement démontré que les actionnaires spéculatifs ont un impact négatif sur la gestion durable des sociétés cotées (elle s'appuie ici sur le rapport AIR), ce n'est assurément pas l'unique facteur qui conduit certains dirigeants à favoriser une stratégie à court terme<sup>26</sup>. Le fait qu'un investisseur a une stratégie d'investissement à court terme ne signifie pas qu'il ne va pas soutenir la stratégie qui, à long terme, sera la plus profitable<sup>27</sup>.

Le droit suisse permet déjà aux sociétés cotées d'accorder aux actionnaires des actions à droit de vote privilégié (rapport 1:10) et des actions privilégiées (privilèges patrimoniaux). Ces privilèges sociaux et patrimoniaux ne sont pas attachés aux actionnaires, mais aux actions. Il est donc possible en droit suisse d'avoir plusieurs catégories d'actions pour favoriser les fondateurs et pour empêcher une éventuelle prise

---

<sup>21</sup> Étude juridique, p. 26 ss

<sup>22</sup> Étude juridique, p. 37 ss

<sup>23</sup> Étude juridique, p. 4 s.

<sup>24</sup> La France compte plusieurs centaines de sociétés cotées en bourse.

<sup>25</sup> Étude juridique, p. 3 s. et 14 ss

<sup>26</sup> Étude juridique, p. 27 ss

<sup>27</sup> Étude juridique, p. 29

de contrôle. En revanche, le droit suisse ne permet pas de traiter différemment les actionnaires au sein d'une même catégorie d'actions. La doctrine suggère que les options de loyauté sont déjà admissibles, tout comme la possibilité pour les sociétés de relever dans leurs statuts le seuil d'actions nominatives liées, soit la limite en pour cent à partir de laquelle la société peut refuser de donner un droit de vote à l'acquéreur (en se fondant sur l'art. 685d CO)<sup>28</sup>.

La mandataire 1 précise que les dispositions proposées par le CN vont nettement au-delà de ce qui se pratique à l'étranger. En effet, aucun pays n'autorise un prix d'émission inférieur ou n'octroie des droits de souscription prioritaires. Elle ne voit rien d'étonnant à cela, car de tels privilèges ne permettraient pas d'atteindre le but recherché et entraîneraient une inégalité de traitement injustifiée<sup>29</sup>. Elle estime que le principal problème de la proposition du CN est qu'elle laisse à la société le soin de prévoir que seuls les actionnaires ne dépassant pas une certaine participation peuvent en bénéficier. Cela signifie qu'en théorie, une société pourrait aussi décider de faire profiter son actionnaire de contrôle desdits privilèges et péjorer ainsi la position des actionnaires minoritaires<sup>30</sup>.

### **2.1.2.3 Variantes (V. Alternatives possible)**

Étant donné que la grande majorité des sociétés suisses cotées ont un actionnariat concentré, la mandataire 1 ne juge pas utile d'agir pour stabiliser l'actionnariat. La protection des actionnaires minoritaires lui semble plutôt être le vrai défi pour ces sociétés. Il est déjà possible aujourd'hui de récompenser les actionnaires fidèles en leur offrant des actions gratuites. Or, à sa connaissance, aucune ne le fait. Si l'on suit l'avis du Conseil fédéral dans son message du 23 novembre 2016 concernant la modification du code des obligations (Droit de la société anonyme) selon lequel les actions dispo peuvent être « une concession de la négociabilité souhaitée des actions nominatives cotées en bourse et au secret de la clientèle bancaire », il n'est pas non plus nécessaire de légiférer pour résoudre ce problème<sup>31</sup>.

Les variantes proposées par la mandataire 1 sont présentées au ch. 3.1.3.

## **2.2 Analyse d'impact de la réglementation (AIR)<sup>32</sup>**

### **2.2.1 Mandat**

L'OFJ a chargé en décembre 2021

la BSS Volkswirtschaftliche Beratung AG, à Bâle (ci-après la mandataire 2)

de rédiger une AIR.

La mandataire 2 a pour objectif, au fil de son analyse<sup>33</sup>, de montrer les conséquences qu'aurait la mise en place des actions de loyauté et d'identifier les avantages et inconvénients possibles. Les incitations à la loyauté adoptées par le CN lors de la ses-

<sup>28</sup> Étude juridique, p. 4 et 30 ss

<sup>29</sup> Étude juridique, p. 4

<sup>30</sup> Étude juridique, p. 4 et 33 ss

<sup>31</sup> Étude juridique, p. 4 et 37

<sup>32</sup> Le rapport AIR est disponible sous : [www.bj.admin.ch](http://www.bj.admin.ch).

<sup>33</sup> Sur les méthodes employées, voir le rapport AIR, p. 1 s.

sion d'été 2018 constituent l'objet de ses recherches. L'AIR vise à étudier leurs répercussions sur l'économie, la société et l'environnement<sup>34</sup>. Les travaux de la mandataire 2 se limitent aux sociétés cotées en bourse<sup>35</sup>.

### 2.2.2 AIR et recommandations de la mandataire 2

Le rapport commence par décrire les mesures étudiées (ch. 2)<sup>36</sup>. Après l'analyse détaillée des points à examiner (ch. 3 à 7)<sup>37</sup>, qui constitue l'essentiel de l'étude, la synthèse et les recommandations de la mandataire 2 figurent au ch. 8<sup>38</sup>.

À l'issue de ses travaux, la mandataire 2 **ne peut recommander sans réserve la mise en place des actions de loyauté**. Elle ne voit aucune nécessité de les introduire et ne s'attend qu'à des conséquences très limitées, qu'elles soient positives ou négatives. Par conséquent, rien ne s'oppose non plus à ce que cette possibilité soit laissée aux entreprises, même si son application concrète et son efficacité demeurent incertaines<sup>39</sup>.

Concernant la **nécessité et la possibilité d'une intervention de l'État (point 1 de l'AIR)**, la mandataire 2 suggère que le problème du court-termisme n'est pas particulièrement préoccupant en Suisse aujourd'hui, mais qu'il est décrit de manière plausible en théorie et établi empiriquement<sup>40</sup>. Dans ce contexte et concernant l'impossibilité d'introduire des actions de loyauté selon le droit en vigueur<sup>41</sup>, ou plutôt face à l'incertitude juridique qui règne à cet égard, la mandataire 2 **juge pertinent d'agir, sans pour autant voir d'urgence ou d'importance particulières**<sup>42</sup>.

Sur la question des **autres options envisageables (point 2 de l'AIR)**, la mandataire 2 maintient qu'aucun autre instrument législatif pertinent n'a été identifié. Deux formulations différentes du projet de loi lui semblent toutefois envisageables (voir ch. 3.1.3)<sup>43</sup>.

Les **conséquences pour les différents groupes de la société (point 3 de l'AIR)** d'une mise en place des actions de loyauté seraient limitées, d'après la mandataire 2. Elle estime que seul un petit nombre d'entreprises en feraient usage (faible diffusion) et que ces dernières n'octroieraient qu'une faible influence à ces actions<sup>44</sup>.

La mandataire 2 estime que les **conséquences pour l'économie dans son ensemble (point 4 de l'AIR)** seraient globalement **faibles**. Compte tenu du fait que peu d'entreprises introduiraient des actions de loyauté et que l'impact des mesures de fidélisation sur les investisseurs ayant un horizon d'investissement proche n'est pas jugé significatif, les actions de loyauté ne pourraient que faiblement contrer le court-termisme des marchés boursiers et donc la faible durée de détention des actions. On suppose certes que les fonds gérés activement se découvriraient une préférence

<sup>34</sup> Rapport AIR, p. 1

<sup>35</sup> Rapport AIR, p. v et 3

<sup>36</sup> Rapport AIR, p. 2 ss

<sup>37</sup> Rapport AIR, p. 7 ss

<sup>38</sup> Rapport AIR, p. 39 ss

<sup>39</sup> Rapport AIR, p. viii et 42

<sup>40</sup> Rapport AIR, p. 10 ss

<sup>41</sup> Voir également l'étude juridique, p. 32.

<sup>42</sup> Rapport AIR, p. v s., 16 s. et 39

<sup>43</sup> Rapport AIR, p. vi, 18 ss et 39

<sup>44</sup> Rapport AIR, p. vi s., 20 ss et 40



pour les sociétés émettant des actions de loyauté, ce qui ferait varier la durée de détention de certains titres sans toutefois mener à une évolution significative de la durée de détention moyenne. Pour les mêmes raisons, l'impact sur la liquidité resterait modéré. En outre, sur la base de considérations économiques théoriques et des réactions des spécialistes et des représentants d'entreprises interrogés, la mandataire 2 part du principe que l'effet de soutien à l'investissement dans la durabilité sociale et environnementale ainsi que dans les innovations et les technologies qui renforcent la croissance à long terme d'une entreprise serait lui aussi faible. Les seules actions de loyauté ne mèneraient probablement pas à une gestion d'entreprise plus durable. En effet, une durée de détention plus longue ne signifie pas nécessairement que les entreprises investissent davantage dans la durabilité, l'innovation et les technologies, car une telle réorientation relève avant tout des pratiques de gestion et de la gouvernance d'entreprise. Or, la mise en place d'actions de loyauté ne conduirait pas nécessairement à une amélioration de la gouvernance<sup>45</sup>.

Concernant les **aspects pratiques de l'exécution (point 5 de l'AIR)**, la mandataire 2 indique que la mesure envisagée a l'avantage de ne constituer qu'une intervention mineure au sein du marché libre grâce à son caractère facultatif. Qui plus est, le coût de sa mise en œuvre par les pouvoirs publics serait quasi nul. Les coûts de la réglementation pour les entreprises seraient également négligeables, car ils ne concerneraient que celles qui décident d'émettre des actions de loyauté. La mandataire 2 déplore toutefois une mesure mal ciblée. Selon elle, c'est sans doute auprès de ceux sur lesquels elle devrait avoir le plus d'impact (actionnaires et investisseurs à court terme) qu'elle en aurait en réalité le moins<sup>46</sup>.

### **3 Questions posées par le postulat**

Les rapports externes permettent de répondre comme suit aux questions soulevées par le postulat.

#### **3.1.1 Avantages, inconvénients et conséquences potentiels des actions de loyauté**

L'étude juridique comme le rapport AIR mettent en garde contre le **risque de pénaliser les actionnaires minoritaires** si les actions de loyauté sont mises en place comme l'a décidé le Conseil national<sup>47</sup>. Parmi les **autres inconvénients** sont notamment cités l'inégalité de traitement des actionnaires au sein d'une même catégorie d'actions, le manque de transparence, la diminution de la valeur et de la liquidité des titres, la complication de l'assainissement<sup>48</sup>, le manque d'intérêt des entreprises pour cette mesure<sup>49</sup> ainsi que sa faible influence et, dès lors, son efficacité limitée. Il y a peu à parier que l'introduction des actions de loyauté aura un impact sur les investisseurs à court terme, sans compter que l'allongement de la durée de détention des titres ne favorise pas automatiquement la durabilité<sup>50</sup>.

<sup>45</sup> Rapport AIR, p. vii s., 34 ss et 40 s.

<sup>46</sup> Rapport AIR, p. viii, 37 ss et 41

<sup>47</sup> Étude juridique, p. 4 et 33 s. ; rapport AIR, p. vii, 32 et 42

<sup>48</sup> Étude juridique, p. 4 et 34 ss

<sup>49</sup> Étude juridique, p. 36 s. ; rapport AIR, p. 26 s. et 42

<sup>50</sup> Rapport AIR, p. vi ss, 27 ss et 42

Le rapport AIR cite comme **avantages** le fait que les actions de loyauté ne constituent qu'une intervention mineure au sein du marché libre grâce à leur caractère facultatif et qu'elles offrent aux entreprises une opportunité d'expérimenter et d'innover<sup>51</sup>. En outre, il ne faut guère s'attendre à des conséquences néfastes (dès lors que le risque de désavantager les actionnaires minoritaires est écarté)<sup>52</sup>. Enfin, les deux rapports indiquent que les actions de loyauté pourraient mener à une réduction du volume d'actions dispo<sup>53</sup>.

Le **Conseil fédéral estime** que l'appréciation des inconvénients par les rapports externes est fondée. Les actions de loyauté ne produiraient probablement pas les effets positifs escomptés<sup>54</sup> et seraient complexes à mettre en place concrètement pour les entreprises<sup>55</sup>. Par ailleurs, le Conseil fédéral a déjà renoncé à réglementer les actions dispo lors de la révision du droit de la société anonyme<sup>56</sup>, aussi semble-t-il tout à fait facultatif et exagéré de chercher à réduire leur nombre par le biais des actions de loyauté. Dès lors, le Conseil fédéral peine à identifier quels progrès indubitables l'introduction de cette possibilité représenterait pour les sociétés anonymes et l'économie dans son ensemble.

### 3.1.2 Éventuelles conséquences sur les sociétés faisant l'objet d'un assainissement ou d'une succession

La mandataire 1 juge qu'une **entreprise en difficulté financière** sera bien avisée de supprimer les actions de loyauté de ses statuts pour attirer de nouveaux investisseurs. Le législateur devrait en outre prévoir que les droits préférentiels sont supprimés d'office lorsque la société est en situation de perte de capital selon le nouvel art. 725a du code des obligations (CO)<sup>57</sup> qui est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2023<sup>58</sup>. En revanche, la mandataire 2 ne s'attend à aucun effet notable en cas d'assainissement : elle avance que c'est avant tout les perspectives de réussite du plan d'assainissement qui déterminent si un actionnaire conserve ses titres<sup>59</sup>.

Les deux rapports externes jugent indispensable de clarifier (si nécessaire par une disposition idoine) que la **succession de l'entreprise** n'a aucune incidence sur les privilèges<sup>60</sup>. La mandataire 2 concède toutefois que seules les sociétés non cotées en bourse seraient a priori concernées. Or, elle juge que celles-ci devraient en tous les cas être exclues des règles applicables aux actions de loyauté<sup>61</sup>.

Le Conseil fédéral partage l'avis des mandataires. En cas d'introduction des actions de loyauté, les situations comme l'assainissement ou la succession devraient faire l'objet de règles spécifiques.

---

<sup>51</sup> Rapport AIR, p. 28 s., 37 et 42

<sup>52</sup> Rapport AIR, p. viii et 42

<sup>53</sup> Étude juridique, p. 4 s. ; rapport AIR, p. 29

<sup>54</sup> Rapport AIR, p. vi ss, 27 ss et 42

<sup>55</sup> Étude juridique, p. 36 s.

<sup>56</sup> Message du 23 novembre 2016 concernant la modification du code des obligations (droit de la société anonyme), FF 2017 353, p. 399 ; étude juridique, p. 9

<sup>57</sup> Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le Code civil suisse (Livre cinquième : Droit des obligations), RS 220

<sup>58</sup> Étude juridique, p. 4 et 36

<sup>59</sup> Rapport AIR, p. vii et 32 s.

<sup>60</sup> Étude juridique, p. 4 et 36

<sup>61</sup> Rapport AIR, p. vii et 33

### 3.1.3 Variantes possibles pour une mise en œuvre dans le droit de la société anonyme

La mandataire 1 estime que si le législateur souhaite offrir cette possibilité aux sociétés cotées, seule la majoration des dividendes et des remboursements de réserves issues du capital est envisageable (voir ch. 1.2). Il lui semble nécessaire de prévoir ce faisant un seuil maximal de participation au capital-actions ou toute autre mécanique propre à protéger les actionnaires minoritaires. Si l'objectif est de réduire le nombre d'actions dispo, le seuil de participation devrait être aligné avec le premier seuil qui déclenche l'obligation de publicité en droit suisse (actuellement 3 %)<sup>62</sup>.

La mandataire 2 envisage deux autres réglementations : une variante avec seuil maximal de participation au capital-actions donnant droit aux privilèges de loyauté (protection des actionnaires minoritaires) et une autre limitant les privilèges aux dividendes préférentiels<sup>63</sup>.

Si l'on étudie la mise en œuvre dans le droit de la société anonyme seule, sans égard aux autres enjeux, le Conseil fédéral considère que la mise en place de dividendes et remboursements majorés est préférable aux autres formes d'actions de loyauté. La notion de dividende préférentiel a essuyé peu de critiques de la part de la doctrine<sup>64</sup> et pourrait être concrétisée de manière à protéger les actionnaires minoritaires<sup>65</sup>.

## 4 Appréciation du Conseil fédéral

### 4.1 Contexte

Le mandat du Parlement au Conseil fédéral consistait à montrer dans un rapport les avantages, les inconvénients et les conséquences potentiels des actions de loyauté. En plus d'une analyse d'impact de la réglementation, le rapport devait examiner la situation juridique dans d'autres pays afin de présenter d'éventuelles autres possibilités de mise en œuvre dans le droit suisse de la société anonyme ainsi que l'opportunité d'une telle disposition.

Les deux expertises externes montrent que la mise en place des actions de loyauté, telle qu'elle a été introduite dans le projet de révision du droit de la société anonyme lors de l'examen de cet objet à la session d'été 2018, ne produirait pas les effets escomptés et n'est guère indispensable. De l'avis des expertes, la mise en place d'actions de loyauté n'est pas recommandable<sup>66</sup>, ou du moins pas sans réserve<sup>67</sup>.

### 4.2 Nécessité d'intervenir

Tout le monde ne s'accorde pas sur les raisons de la diminution permanente de la durée de détention moyenne des actions. Outre par l'augmentation du nombre d'actionnaires qui poursuivent une stratégie axée sur les bénéfices à court terme, ce phénomène est notamment expliqué par le progrès technique<sup>68</sup>. Par ailleurs, il n'est pas certain que poursuivre une stratégie à court terme et conserver des actions peu de

<sup>62</sup> Étude juridique, p. 4, 33 ss et 37 ss. Les propositions de réglementations alternatives figurent également aux p. 37 ss.

<sup>63</sup> Rapport AIR, p. vi, 19 s. et 39

<sup>64</sup> JENTSCH, *ibid.*, p. 278 s.

<sup>65</sup> Étude juridique, p. 37 ss ; rapport AIR, p. 20 et 39

<sup>66</sup> Étude juridique, p. 4 s.

<sup>67</sup> Rapport AIR, p. viii et 42

<sup>68</sup> Étude juridique, p. 3 et 28 s. ; rapport AIR, p. 14 s.

## Rapport du Conseil fédéral : répercussions des « actions de loyauté »

temps ait réellement un impact négatif<sup>69</sup>. Le cas échéant, la nature de ces conséquences est elle aussi confuse<sup>70</sup>.

Il y a toutefois consensus sur le fait que le problème de l'investissement à court terme est moins grave en Suisse qu'ailleurs, puisque l'actionnariat est le plus souvent concentré. La majorité des entreprises interrogées dans le cadre de l'AIR confirment cette supposition<sup>71</sup>. De surcroît, les entreprises qui connaissent malgré tout des problèmes liés au court-termisme sont moins susceptibles de mettre en place des actions de loyauté et les investisseurs à court terme, premiers visés par la mesure, seront les moins touchés par les privilèges de loyauté. Qui plus est, le droit en vigueur permet déjà de favoriser certains actionnaires<sup>72</sup>.

La mandataire 1 a étudié certaines législations étrangères qui récompensent les actionnaires fidèles. Les actions de loyauté ne sont pas largement répandues dans le monde, et dans les pays qui permettent des dividendes préférentiels, les entreprises ne font guère usage de cette possibilité<sup>73</sup>.

Rappelons enfin que la question des actions dispo a déjà été discutée durant la révision du droit de la société anonyme, sans pour autant être intégrée au projet de 2016. L'argument était alors que ces actions « sont en fin de compte une concession à la négociabilité souhaitée des actions nominatives cotées en bourse et au secret de la clientèle bancaire »<sup>74</sup>.

Dans ce contexte, et eu égard au fait que les entreprises concernées n'y voient aucune utilité, le Conseil fédéral estime qu'il n'est **pas nécessaire de légiférer**. Or, il tient à ce que seuls les projets qui répondent à un besoin avéré voient le jour.

## 5 Conclusion

Après avoir consulté les deux rapports externes et répondu aux questions soulevées par le postulat, le Conseil fédéral se voit confirmé dans son intention, déjà exprimée lors de la révision du droit de la société anonyme, de maintenir le statu quo<sup>75</sup>. **Il estime judicieux de renoncer à créer la possibilité d'émettre des actions de loyauté.**

---

<sup>69</sup> Étude juridique, p. 16 et 29 ; rapport AIR, p. 10 ss

<sup>70</sup> JENTSCH, *ibid.*, p. 268

<sup>71</sup> Rapport AIR, p. 14 s.

<sup>72</sup> Étude juridique, p. 4 et 30 ss ; rapport AIR, p. 16.

<sup>73</sup> Étude juridique, p. 4 et 22 ss

<sup>74</sup> Message du 23 novembre 2016 concernant la modification du code des obligations (droit de la société anonyme), FF 2017 353, p. 400 ; étude juridique, p. 9

<sup>75</sup> BO 2019 N 2386 s. (Keller-Sutter Karin)