



Collection lausannoise
CEDIDAC

Damiano Canapa / Jean-Luc Chenaux / Edgar Philippin
(éditeurs)

Développements récents en droit commercial VIII

Unil



Stämpfli Editions



Collection lausannoise
CEDIDAC

Damiano Canapa / Jean-Luc Chenux / Edgar Philippin
(éditeurs)

Développements récents en droit commercial VIII



Collection lausannoise
CEDIDAC

Volume 88

Comité éditorial

Hansjörg Peter; Damiano Canapa, Robert J. Danon,
Anne-Christine Favre, Andrew M. Garbarski, Eva Lein

Volumes 1 à 72 publiés dans la collection Recherches juridiques
lausannoises

Sous-collection CEDIDAC (volume 117) dirigée par Damiano Canapa,
fondée par François Dessemontet sous le titre Publication CEDIDAC et
continué par Jean-Marc Rapp et Edgar Philippin

Le CEDIDAC bénéficie du soutien de la Fondation pour le Centre du
droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne (CEDIDAC)



Stämpfli Editions

© Stämpfli Editions SA Berne



Collection lausannoise
CEDIDAC

Développements récents en droit commercial VIII

Édité par

Damiano Canapa

Professeur à l'Université de Lausanne, directeur du CEDIDAC

Jean-Luc Chenaux

Professeur à l'Université de Lausanne, avocat

Edgar Philippin

Professeur à l'Université de Lausanne, avocat



Stämpfli Editions

© Stämpfli Editions SA Berne

Information bibliographique de la Deutsche Nationalbibliothek

La Deutsche Nationalbibliothek a répertorié cette publication dans la Deutsche Nationalbibliografie; les données bibliographiques détaillées peuvent être consultées sur Internet à l'adresse <http://dnb.d-nb.de>.

Tous droits réservés, en particulier le droit de reproduction, de diffusion et de traduction. Sans autorisation écrite de l'éditeur, l'œuvre ou des parties de celle-ci ne peuvent pas être reproduites, sous quelque forme que ce soit (photocopies, par exemple), ni être stockées, transformées, reproduites ou diffusées électroniquement, excepté dans les cas prévus par la loi.

© Stämpfli Editions SA Berne · 2022
www.staempfliverlag.com

Print ISBN 978-3-7272-5184-9

Dans notre librairie en ligne www.staempflishop.com,
la version suivante est également disponible :

E-Book ISBN 978-3-7272-5172-6

printed in
switzerland



Avant-propos

Cet ouvrage regroupe les contributions issues de la *Journée de droit de l'entreprise* organisée par le CEDIDAC le 25 mai 2021. A cette occasion, les thèmes du financement des entreprises et de la réglementation LSFIn/MiFID ont été discutés de manière approfondie.

Le mode par lequel une entreprise se finance est avant tout une question technique, qui est liée à des choix d'investissement effectués en amont. Il s'agit néanmoins d'un élément essentiel, puisque la réalisation d'un projet ne saurait se faire à défaut d'avoir un financement qui soit assuré.

Dans sa contribution, Sébastien Bettschart analyse le rôle du conseil d'administration s'agissant du financement par fonds propres. Alors que l'on considère en principe que les décisions relatives aux fonds propres relèvent de la compétence de l'assemblée générale, il résulte des quelques exemples examinés (constitution de réserves latentes, augmentation ordinaire de capital, droit de souscription préférentiel, nouvelle marge de fluctuation du capital), que le conseil d'administration dispose d'une marge de manœuvre plus importante que ce que l'on pourrait penser. S'agissant des opérations touchant le capital social, l'auteur montre par ailleurs que la récente révision du droit du registre du commerce n'a malheureusement pas apporté de réponse satisfaisante à la question de savoir quand les inscriptions au registre du commerce prennent effet.

Dans la perspective d'un financement au moyen de fonds étrangers, Frédéric Rochat passe en revue le droit à l'information du prêteur. Constatant que l'étendue des droits du prêteur à l'information prévus par la loi est limitée, Rochat s'intéresse aux mécanismes contractuels qu'un prêteur peut mettre en œuvre. L'auteur présente les divers types de clauses par catégories, mettant en évidence les enjeux et les risques qu'elles présentent. Il s'intéresse pour terminer à l'information dans certains contextes particuliers, de l'emprunteur coté en bourse aux crédits COVID, en passant par les prêts convertibles ou à option.

Enfin, Frank Gerhard s'intéresse aux mécanismes qui permettent d'assurer le financement de l'entreprise par des fonds étrangers tout en intéressant les bailleurs desdites ressources financières, dans une certaine mesure, à l'augmentation de la valeur de l'entreprise (comme s'ils avaient investi au capital) – raison pour laquelle, d'ailleurs, l'auteur se demande s'il ne s'agit pas ici du meilleur de deux mondes. Après une présentation des différentes formes que peut revêtir un *Equity Kicker* en Suisse, il évoque de manière systématique les questions juridiques que ces instruments posent, essentiellement en droit de la société anonyme. Sont ainsi examinés, par exemple, l'octroi et l'exercice des

droits de conversion ou d'option qui caractérisent souvent ce type de financement. La source des titres de participation nécessaires dans ce contexte (actions propres ou augmentation de capital) est également examinée, sous l'angle du droit qui entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2023. La question du prix de conversion (ou d'exercice des options), celle de la libération du capital, ainsi que celle du sort des droits de souscription préférentiels font aussi l'objet de développements détaillés.

La réglementation LSFIn/MiFID apporte de nouveau droit aux investisseurs tout en redéfinissant le cadre des relations existant entre les banques et les gérants indépendants.

Carlo Lombardini, dans sa contribution, se demande quel modèle doit prévaloir en matière de protection de l'investisseur. Une protection est essentielle, même si l'acquisition d'un instrument financier – dont la valeur fluctue naturellement – est intrinsèquement liée à la prise de risques pouvant mener à des pertes importantes. Protéger l'investisseur ne saurait donc s'apparenter à des mesures qui viseraient à éviter toute perte et le professeur Lombardini prône par conséquent une approche nuancée. Si, selon une conception libérale des marchés financiers, l'information fournie au client doit se trouver au centre des préoccupations, cette information peut créer une illusion de contrôle chez l'investisseur qui ne doit pas être négligée. En définitive, aucune réglementation ne permet de garantir à un investisseur qu'il évitera toute perte et les banques et gérants de fortune ne sauraient se voir imposer des rôles qu'il leur est impossible d'assumer.

Quant à Yvonne Lenoir Gehl et Olivier Sierro, ils décrivent la manière dont la nouvelle réglementation des marchés financiers règle la collaboration entre la banque et le gérant indépendant. La LSFIn et LEFin ont passablement modifié les relations entre les clients, les banques et les gérants indépendants, auxquels les clients de banques privées font régulièrement appel pour les assister dans le placement de leurs biens. Partant de cette prémisse – et après avoir brièvement présenté les relations entre le client et la banque, d'une part, et entre le client et le gérant indépendant, d'autre part –, Mes Lenoir et Sierro, exposent en particulier les nouvelles règles de conduite introduites par la LSFIn et le nouveau cadre de surveillance de la LEFin qui a un impact important sur les relations existant entre les banques et les gérants indépendants. Selon eux, ce cadre de surveillance permettra aux banques et gérants indépendants de proposer des services de qualité à leurs clients, et d'agir dans leur intérêt.

Cette publication CEDIDAC offre un état des lieux actuel et d'un grand intérêt théorique et pratique du financement des entreprises et de la nouvelle réglementation des marchés financiers. Elle présente de manière synthétique ces thématiques qui devraient conserver toute leur importance dans les prochaines

années. En cela, l'ouvrage constitue un repère utile pour les praticiens, mais aussi une source d'inspiration et de référence pour de futurs travaux académiques.

Les éditeurs remercient vivement Monsieur Enzo Bastian, MLaw, assistant doctorant au CEDIDAC, et Madame Margot Sutter, BLaw, assistante étudiante au CEDIDAC pour la relecture et la mise en forme du présent ouvrage.

Lausanne, le 1^{er} juillet 2021

Les éditeurs
Damiano Canapa
Jean-Luc Chenaux
Edgar Philippin

Sommaire

Avant-propos.....	V
Table des principales abréviations	XI
Le rôle du conseil d’administration dans le financement par fonds propres.....	1
<i>SÉBASTIEN BETTSCHART</i>	
Le droit à l’information du prêteur	23
<i>FRÉDÉRIC ROCHAT</i>	
<i>Equity Kicker</i> – Le meilleur des deux mondes ?	39
<i>FRANK GERHARD</i>	
LSFin et MiFID II : quel modèle pour la protection de l’investisseur ?.....	99
<i>CARLO LOMBARDINI</i>	
The relationship between External Asset Managers and the Custodian Bank under the new regulatory framework – Impact of the Financial Services Act and the Financial Institutions Act.....	121
<i>YVONNE LENOIR GEHL</i> <i>OLIVIER SIERRO</i>	

Table des principales abréviations

ACJC	Arrêt de la Cour de justice de la République et Canton de Genève
<i>ad. n.</i>	Au numéro
AG	Assemblée générale
AJP	<i>Aktuelle Juristische Praxis</i>
al.	Alinéa
AMF	Autorité des marchés financiers
AML	<i>Anti-Money Laundering</i>
aORC	Version antérieure de l'Ordonnance sur le registre du commerce, RS 221.411, en vigueur du 1 ^{er} janvier 2008 au 1 ^{er} janvier 2021
art.	Article
ATF	Recueil officiel des arrêts du Tribunal fédéral suisse
BBl	<i>Bundesblatt</i>
BGH	<i>Bundesgerichtshof</i>
BJB	Bulletin Joly Bourse
BK	<i>Berner Kommentar</i>
BKR	<i>Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht</i>
bn.	<i>Billions</i>
BNS	Banque nationale suisse
BO CE	Bulletin officiel du Conseil des États
BO CN	Bulletin officiel du Conseil national
BSK	<i>Basler Kommentar</i>
c-à-d.	c'est-à-dire
c./cons./consid.	Considérant(s)
CDF	Contrôle fédéral des finances
CEDIDAC	Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne
<i>cf.</i>	<i>Confer</i>
ch.	Chiffre(s)

CHF/Fr.	Franc(s) suisse(s)
CJN	Commentaire de jurisprudence numérique
CO	Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le Code civil suisse (Livre cinquième : Droit des obligations), RS 220
CP	Code pénal suisse du 21 décembre 1937, RS 311
CR	Commentaire romand
CVR	<i>Contingent Value Right</i>
DDAR	Directive Devoirs d'annonce réguliers du 19 août 2021
EAM	<i>External Asset Manager</i>
éd.	Édition
éds	Éditeurs
EF	<i>Expert Focus</i>
EFRA	<i>Environment, Food and Rural Affairs Committee</i>
EIZ	<i>Europa Institut Zürich</i>
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
<i>et al.</i>	<i>et alii</i>
<i>etc.</i>	<i>et cætera</i>
EU	<i>European Union</i>
EUR	Euros
f.	<i>Following</i>
FF	Feuille fédérale
ff.	<i>Followings</i>
FIDLEG	<i>Bundesgesetz vom 15. Juni 2018 über die Finanzdienstleistungen (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG), RS 950.1</i>
FinIA	<i>Federal Act of 15 June 2018 on Financial Institutions, RS 954.1</i>
FinIO	<i>Ordinance of 6 November 2019 on Financial Institutions, RS 954.11</i>
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers/ <i>Swiss Financial Market Authority</i>

FINMASA	<i>Federal Act of 22 June 2008 on the Swiss Financial Market Supervisory Authority, RS 956.1</i>
FinSA	<i>Federal Act of 15 June 2018 on Financial Services, RS 950.1</i>
FinSO	<i>Ordinance on Financial Services of 6 November 2019, RS 950.11</i>
FOSC	Feuille officielle suisse du commerce
FR	Canton de Fribourg
FusG	<i>Bundesgesetz vom 3. Oktober 2003 über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz, FusG), RS 221.301</i>
GesKR	<i>Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht</i>
HK	<i>Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personengesellschaften und Aktiengesellschaft</i>
HREgV	<i>Handelsregisterverordnung der Schweizerische Bundesrat vom 17. Oktober 2007, RS 221.411</i>
<i>i.e.</i>	<i>Id est</i>
IAM	<i>Independent Asset Managers</i>
ICO	<i>Initial Coin Offering</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
<i>in</i>	dans
<i>in fine</i>	à la fin
<i>infra</i>	plus bas
inkl.	<i>inklusive</i>
IT	<i>Information Technology</i>
JdT	Journal des Tribunaux
KID	<i>Key Information Document</i>
KIID	<i>Key Investor Information Document</i>
KISS	<i>Keep It Simple Securities</i>
KMU	<i>Kleine und mittlere Unternehmen</i>
KYC	<i>Know Your Customer</i>
LB	Loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne, RS 952.0

LBO	<i>Leverage Buy-Out</i>
LBVM	Loi fédérale du 24 mars 1995 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, en vigueur jusqu'au 1 ^{er} janvier 2020, RS 954.1
LCaS-COVID-19	Loi fédérale du 18 décembre 2020 sur les crédits garantis par un cautionnement solidaire à la suite du coronavirus, RS 951.26
LCC	Loi fédérale du 23 mars 2001 sur le crédit à la consommation
LEFin	Loi fédérale du 15 juin 2018 sur les établissements financiers, RS 954.1
LFus	Loi fédérale du 3 octobre 2003 sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine, RS 211.301
lit.	Lettre
LL.M.	<i>Master of Laws</i>
LP	Loi fédérale du 11 avril 1889 sur la poursuite pour dettes et la faillite, RS 281.1
LPCC	Loi fédérale du 23 juin 2006 sur les placements collectifs de capitaux, RS 951.31
LSFin	Loi fédérale du 15 juin 2018 sur les services financiers, RS 950.1
M.	Monsieur
MCF	Message du Conseil fédéral
Me	Maître
MFC	Marge de fluctuation du capital
Mias	Milliards
MiFI	<i>Market in Financial Instrument Regulation, 600/2014, du 15 mai 2014</i>
MiFID I	<i>Markets in Financial Instruments Directive, 2004/39/EC, du 30 avril 2004</i>
MiFID II	<i>Markets in Financial Instruments Directive, 2014/65/EU, du 15 mai 2014</i>
Mios	Millions
N	Numéro(s) de paragraphe

n.	Note(s) de bas de page ou de fin
n°	Numéro
Not/not.	Notamment
num.	<i>Number(s)</i>
NYU	<i>New York University</i>
OCaS-COVID-19	Ordonnance du 25 mars 2020 sur l’octroi de crédits et de cautionnements solidaires à la suite du coronavirus, RS 951.261
OFRC	Office fédéral du registre du commerce
ONCR	Ordonnance du Conseil fédéral du 21 novembre 2012 sur les normes comptables reconnues, RS 221.432
OPCC	Ordonnance du Conseil fédéral du 22 novembre 2006 sur les placements collectifs de capitaux, RS 951.311
OR	<i>Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht)</i> , RS 220
ORab	Ordonnance du Conseil fédéral du 20 novembre 2013 contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse, RS 221.331
ORC	Ordonnance du Conseil fédéral du 17 octobre 2007 sur le registre du commerce, RS 221.411
OSFin	Ordonnance du 6 novembre 2019 sur les services financiers, RS 950.11
P-ORC	Nouveau droit de la société, Ordonnance sur le registre du commerce, Modification du 19 juin 2020, RO 2020 4005
p.	Page(s)
p.ex.	par exemple
Par.	Paragraphe(s)
P-CO/(n)CO/nCO/revOR	Nouveau droit de la société anonyme, Code des obligations (droit de la société anonyme), Modification du 19 juin 2020, RO 2020 4005
Phr.	Phrase

PIPEs	<i>Private Investments in Public Equity</i>
PME	Petites et moyennes entreprises
PRIPs(-VO)	<i>Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte</i>
Prof.	Professeur
Réf. cit.	Référence(s) citée(s)
REPRAX	Droit des sociétés et droit du registre du commerce : revue de la législation et de la pratique
Resp.	Respectivement
RO	Recueil officiel du droit fédéral
RS	Recueil systématique du droit fédéral
RSDA	Revue suisse de droit des affaires et du marché financier
RSJ	Revue suisse de jurisprudence
s.	Suivant
SA/AG	Société anonyme
SAFE	<i>Simple Agreement for Future Equity</i>
Sàrl	Société à responsabilité limitée
SJ	Semaine judiciaire
SJZ	<i>Schweizerische Juristen-Zeitung</i>
SR	<i>Classified Compilation of federal law</i>
ss.	Suivant(e)s
SSFM	<i>Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht</i>
SSHW	<i>Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht</i>
<i>supra</i>	ci-dessus
SZW	<i>Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht</i>
TC/VD	Tribunal cantonal du Canton de Vaud
TF	Tribunal fédéral suisse
UDC	Union démocratique du centre Suisse
UE	Union Européenne

US GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
USD	<i>United States Dollars</i>
v.	<i>Voir</i>
VegüV	<i>Verordnung der Schweizerische Bundesrat gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften, RS 221.331</i>
vs.	<i>Versus</i>
WM	<i>Wertpapier-Mitteilungen</i>
WpHG	<i>Wertpapierhandelsgesetz</i>
ZBB	<i>Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft</i>
ZH	<i>Canton de Zurich</i>
ZK	<i>Zürcher Kommentar</i>

Le rôle du conseil d'administration dans le financement par fonds propres

SÉBASTIEN BETTSCHART

Professeur titulaire de droit commercial, Université de Fribourg
Avocat, Dr en droit, LL.M. (NYU)

Table des matières

I. Introduction.....	2
II. La définition des fonds propres	2
III. Les catégories de fonds propres	3
IV. Les raisons du financement par fonds propres	4
V. Le rôle du conseil d'administration.....	5
A. Généralités	5
B. Le cas particulier des réserves latentes	6
C. Le niveau de fonds propres suffisant.....	7
D. Le droit de souscription préférentiel	8
E. L'augmentation ordinaire du capital	10
1. Généralités	10
2. À quel moment les inscriptions au registre du commerce prennent effet ?	12
3. Les possibilités de délégation au conseil d'administration	13
4. Les voies de droit.....	14
F. La marge de fluctuation du capital.....	15
1. Principales caractéristiques.....	15
2. Discussions au Parlement	18
VI. Conclusion	20
VII. Bibliographie	21
A. Littérature.....	21
B. Textes officiels.....	21

I. Introduction

La loi ne définit pas de manière spécifique le rôle du conseil d'administration dans le financement par fonds propres. Il s'agit là de l'expression de la compétence générale qui lui échoit, circonscrite par les droits des actionnaires¹.

La loi reste également muette en ce qui concerne la participation des actionnaires s'agissant des fonds étrangers, alors même que l'endettement de la société accroît son risque. Il reste aux actionnaires la possibilité de révoquer les administrateurs à leurs yeux trop (ou pas assez) téméraires ou d'agir en responsabilité contre ceux qui auront failli, mais cela est un autre sujet.

Dans ce qui suit, nous nous proposons d'interroger la pertinence de cet équilibre s'agissant du financement par fonds propres et de mieux en définir les contours, en nous intéressant à quelques sujets choisis, en particulier le droit de souscription préférentiel, l'augmentation de capital ordinaire et la nouvelle marge de fluctuation du capital.

II. La définition des fonds propres

Les fonds étrangers et les fonds propres forment ensemble le passif du bilan².

Les premiers sont définis dans la loi comme « les dettes qui résultent de faits passés, qui entraînent un flux probable d'avantages économiques à la charge de l'entreprise et dont la valeur peut être estimée avec un degré de fiabilité suffisant »³.

Les fonds propres, en revanche, ne sont pas définis explicitement mais peuvent être obtenus par différence, en retranchant les fonds étrangers de la somme des actifs. *Juridiquement*, ils représentent dès lors une valeur résiduelle, à savoir la différence entre la somme des actifs et des fonds étrangers. *Comptablement*, le critère de distinction dépend de l'existence d'une obligation de remboursement⁴.

Si fonds étrangers et fonds propres s'excluent mutuellement, des formes intermédiaires peuvent exister d'un point de vue *économique*, tels les emprunts convertibles, les prêts dits « *mezzanine* » ou encore les prêts postposés.

* L'auteur remercie vivement Me Matthias Lanzoni de l'aide apportée dans la rédaction de cette contribution.

¹ Art. 716 al. 1 CO.

² Art. 959 al. 4 CO.

³ Art. 959 al. 5 CO.

⁴ ATF 121 III 319, c. 5b/cc ; TF, arrêt 4A_496/2010 du 14 février 2011, c. 2.4.

Contrairement au droit fiscal, le droit commercial ne connaît pas de requalification des fonds étrangers en fonds propres⁵. Dans un arrêt isolé, le Tribunal fédéral a certes considéré que l'actionnaire ne pouvait pas faire valoir de créance compensante pour éteindre sa dette, son prêt à la société devant en réalité être considéré comme des fonds propres de la société⁶. A lire les considérants du Tribunal fédéral, il s'agissait probablement plus d'un cas d'application du principe de la transparence (*Durchgriff*) que d'une réelle requalification de fonds étrangers en fonds propres. Une requalification en fonds propres n'est en effet pas nécessaire du point de vue du droit commercial et entraînerait des conséquences indésirables, puisque le prêt requalifié, si la société est finalement assainie, ne pourrait plus être remboursé autrement que sous forme d'une réduction du capital-actions ou de versement d'un dividende, auxquels cas le principe d'égalité de traitement entre actionnaires doit prévaloir⁷.

III. Les catégories de fonds propres

Si le droit comptable ne définit pas les fonds propres, l'art. 959a al. 2 ch. 3 (n)CO prescrit en revanche la manière de les faire figurer au bilan, en distinguant selon leur origine.

Le premier groupe résulte des apports effectués par les actionnaires, et comprend ainsi le capital social et la réserve légale issue du capital⁸, cette dernière étant alimentée pour l'essentiel par d'éventuelles primes d'émission (« agio »)⁹.

Le second groupe des fonds propres résulte de l'activité de l'entreprise et se compose des réserves légale¹⁰ et facultative¹¹ issues du bénéfice, des actions propres, en diminution des fonds propres¹², du résultat reporté et du résultat de l'exercice, le nouveau droit apportant d'ailleurs une clarification bienvenue sur la comptabilisation du résultat de manière distincte des réserves facultatives, comme cela se fait d'ailleurs déjà dans la pratique¹³.

⁵ TF, arrêt 5C.226/2005 du 2 mars 2006, c. 3 et TF, arrêt 5C.230/2005 du 2 mars 2006, c. 3.

⁶ TF, arrêt 5A.175/2010 du 25 mai 2010, c. 3.3.5. Cf. aussi arrêt de l'*Obergericht* du canton de Zurich du 19 janvier 1993, RSDA 1993, p. 299, commenté par Alexander VOGEL.

⁷ BÖCKLI, Aktienrecht, § 13, N 779 ss.

⁸ Art. 620 al. 1 et 656a CO.

⁹ Art. 671 nCO.

¹⁰ Art. 672 et 725c al. 1 nCO.

¹¹ Art. 673 nCO.

¹² Art. 659 al. 4 CO.

¹³ Art. 959 al. 2 ch. 3 lit. f et g nCO ; FF 2017 353, p. 560.

IV. Les raisons du financement par fonds propres

Il nous semble judicieux de dire un mot des raisons pour lesquelles une société choisit de se financer par fonds propres.

En phase de croissance, une augmentation des fonds propres fournit à l'entreprise les moyens financiers pour réaliser des investissements et des acquisitions. Elle rend également possible l'entrée de nouveaux investisseurs¹⁴.

A l'inverse, une réduction des fonds propres peut permettre la sortie d'actionnaires ou résulter d'une volonté de désinvestissement (not. scission ou vente de certaines activités).

Les fonds propres sont particulièrement importants pour déterminer les devoirs du conseil d'administration en cas de difficultés financières dans un système fondé sur la protection du capital tel que le connaît le droit suisse : l'amenuisement des fonds propres à un niveau inférieur à celui prescrit par la loi (50 %, finalement inchangé dans le nouveau droit¹⁵) conduit à une situation de perte de capital, laquelle commande de prendre des mesures propres à y mettre fin, au besoin assainir la société ou demander un sursis concordataire¹⁶. La perte complète des fonds propres entraîne quant à elle le surendettement, ce qui oblige le conseil d'administration à aviser le tribunal, à moins que des créanciers acceptent de postposer des créances dans la mesure de l'insuffisance de l'actif ou qu'il soit possible d'assainir la société dans un délai de nonante jours¹⁷.

Il convient de relever dans ce contexte que la révision du droit des sociétés introduit une nouvelle disposition qui n'est plus fondée sur les fonds propres : en cas de risque d'insolvabilité, laquelle s'entend comme un manque de liquidités pour faire face aux dettes échues et prévisibles, le conseil d'administration doit prendre des mesures visant à garantir la solvabilité, au besoin assainir la société ou demander un sursis concordataire¹⁸. La réforme s'écarte ici d'un examen bilanciel, par définition tourné vers le passé, et impose au conseil d'administration un examen prospectif des liquidités de la société, allant de soi pour toute entreprise d'une certaine taille, mais qui est peut-être moins évident pour les petites sociétés. Il s'agit là d'un changement d'approche important et certainement bienvenu.

¹⁴ KNECHT, p. 411 s.

¹⁵ Le projet de révision prévoyait un seuil de 2/3 ; cf. FF 2017 353, p. 661.

¹⁶ Art. 725a nCO.

¹⁷ Art. 725b nCO.

¹⁸ Art. 725 nCO.

V. Le rôle du conseil d'administration

A. Généralités

La fixation des moyens et des ressources nécessaires pour atteindre les buts stratégiques de la société relève de la haute direction et, par conséquent, des attributions inaliénables du conseil d'administration¹⁹. Il ne fait dès lors aucun doute que celui-ci a la haute main sur les finances de l'entreprise.

Si cette affirmation s'applique pleinement lorsqu'il est question des fonds étrangers, il convient toutefois de la nuancer concernant les fonds propres²⁰.

D'abord, les fonds propres « appartiennent » aux actionnaires, si l'on s'en tient à une approche économique du patrimoine de l'entreprise. De plus, dans les sociétés de capitaux, la participation au capital détermine les droits sociaux et patrimoniaux des actionnaires²¹. Il en découle que le conseil d'administration, dans l'approche que nous connaissons en Suisse, ne peut agir sans le concours de l'assemblée générale.

A ce titre, l'on relèvera en particulier la compétence de l'assemblée générale pour modifier le capital-actions²² et décider de l'emploi du bénéfice²³, alors que la constitution de réserves est déterminée par loi²⁴, par les statuts²⁵ ou par une décision de l'assemblée générale²⁶.

Cela dit, même lorsqu'une décision de l'assemblée générale est nécessaire, le conseil d'administration conserve un rôle central, comme nous le verrons plus loin (*cf. infra* V./E./1.).

En outre, certaines opérations ne requièrent pas de décision de l'assemblée générale, bien qu'elles aient une influence sur les fonds propres, car elles sont en principe sans risque pour les actionnaires – tels les apports à fonds perdu – même si elles ne sont pas nécessairement sans conséquences : on songera en

¹⁹ Art. 716a al. 1 ch. 1 CO. V. également le ch. 9, 3^e tiret du Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise.

²⁰ FORSTMOSER/KÜCHLER, p. 80.

²¹ VON DER CRONE, Aktienrecht, N 579 ss.

²² Art. 650, 651 et 653 CO ; art. 653j nCO.

²³ Art. 698 al. 2 ch. 4 CO.

²⁴ Not. art. 671 s. nCO.

²⁵ Art. 673 nCO.

²⁶ Art. 673 nCO.

particulier aux contraintes imposées par des aides étatiques, notamment l'interdiction de distribuer de dividendes dans le cadre des contributions non remboursables versées pour les cas de rigueur liés à la pandémie de COVID-19²⁷.

B. Le cas particulier des réserves latentes

Il existe trois types de réserves latentes qu'il convient de distinguer : les réserves dites « forcées », lesquelles résultent du principe comptable du coût historique²⁸, les réserves « d'appréciation » conformes au principe de prudence (résultant p.ex. de l'appréciation de la durée de l'amortissement) et les réserves dites « arbitraires », sur lesquelles nous souhaitons nous arrêter un instant.

Les réserves arbitraires sont constituées intentionnellement pour « *assurer la prospérité de l'entreprise à long terme* », notamment en ne dissolvant pas des amortissements, des corrections de valeurs ou des provisions qui ne se justifient pourtant plus²⁹.

Cette possibilité, typique de notre système, offre une marge de manœuvre considérable au conseil d'administration, circonscrite uniquement par les art. 958 al. 1 et 960 al. 2 CO, selon lesquels les comptes « *doivent présenter la situation économique de l'entreprise de façon qu'un tiers puisse s'en faire une opinion fondée* » et l'évaluation « *doit être prudente, mais ne doit pas empêcher une appréciation fiable de la situation économique de l'entreprise* ». Ces limites permettent ainsi d'écarter les réserves arbitraires interdites, telles les dettes inexistantes ou la non-comptabilisation d'actifs.

Outre la marge de manœuvre importante offerte au conseil d'administration par les réserves arbitraires, celles-ci ne font l'objet que d'une transparence limitée. En effet, seules les dissolutions de réserves latentes supérieures aux créations nouvelles doivent être indiquées dans l'annexe aux comptes, et cela pour autant seulement que « *la présentation du résultat économique s'en trouve sensiblement améliorée* »³⁰.

La discrétion laissée aux administrateurs pour constituer des réserves « arbitraires » s'apparente en réalité à un transfert de compétence de l'assemblée générale au conseil d'administration. Celui-ci a en effet la possibilité de « bloquer » dans la société une partie des bénéfices réalisés, ce qui revient à

²⁷ Art. 6 de l'Ordonnance du 25 novembre 2020 concernant les mesures pour les cas de rigueur destinées aux entreprises en lien avec l'épidémie de COVID-19, RS 951.262.

²⁸ Art. 960a al. 1 et 2 CO.

²⁹ Art. 960a al. 4 et 960e al. 3 ch. 4 et al. 4 CO.

³⁰ Art. 959c al. 1 ch. 3 CO.

une forme d'autofinancement occulte par fonds propres³¹. Élués du bilan, les bénéfiques seront ainsi durablement soustraits à la volonté des actionnaires.

Il est intéressant de relever que le nouveau droit précise, s'agissant de la constitution de réserves facultatives, que celles-ci ne peuvent être alimentées par le bénéfice « *que si cela est justifié pour assurer durablement la prospérité de l'entreprise, compte tenu des intérêts de tous les actionnaires* »³². On reconnaît ici le critère présidant à la constitution des réserves arbitraires.

Le Conseil fédéral précise à cet égard que la société ne serait « par exemple pas autorisée à constituer des réserves affectées à un but étranger à l'activité de l'entreprise, ni pour « affamer » les personnes détenant des participations minoritaires »³³.

Ces mêmes critères valent *a fortiori* pour la constitution de réserves arbitraires.

C. Le niveau de fonds propres suffisant

S'il ne fait aucun doute que le conseil d'administration doit veiller à l'équilibre financier de la société et coordonner la stratégie de l'entreprise avec les finances disponibles, une obligation stricte de maintenir un niveau de fonds propres suffisant, assortie le cas échéant d'une responsabilité des organes, n'existe pas en tant que tel en droit suisse³⁴.

En revanche, une sous-capitalisation peut entraîner des conséquences juridiques (et fiscales). Ainsi, la sous-capitalisation d'une filiale, en tant qu'elle révèle l'absence de volonté de la maison-mère de la laisser participer au système économique de manière indépendante, est l'un des critères permettant de faire fi de l'indépendance juridique (*Durchgriff*)³⁵.

La répression de la gestion fautive constitue une autre prescription attachant potentiellement des conséquences juridiques à la sous-capitalisation. En effet, selon cette disposition sera puni, s'il a été déclaré en faillite, celui qui, « *par une dotation insuffisante en capital ... aura causé ou aggravé son surendettement, aura causé sa propre insolvabilité ou aggravé sa situation alors qu'il se savait insolvable* »³⁶.

Toutefois, la gestion fautive n'a pas vocation à s'appliquer dans les cas où la société subit une perte ultérieurement, sans être la conséquence d'une

³¹ FORSTMOSER/KÜCHLER, p. 80, n. 71.

³² Art. 672 al. 2 nCO.

³³ FF 2017 353, p. 473.

³⁴ Art. 725a et 725b nCO *a contrario*.

³⁵ Cf. not. TF, arrêt 6A_330/2012 du 17 juillet 2012, c. 3.2 ; ZK OR-JUNG, art. 620, N 219 s.

³⁶ Art. 165 du Code pénal suisse du 21 décembre 1937 (CP), RS 311.0.

capitalisation insuffisante au moment de la constitution³⁷. En effet, dans le cas d'une perte ultérieure, seules les dispositions relatives à la protection du capital s'appliquent³⁸.

La gestion fautive trouvera peut-être matière à s'appliquer de manière plus fréquente avec la révision du droit de la société anonyme. En effet, la suppression de la reprise de biens dans le cadre du nouveau droit³⁹ conduit à un abandon du contrôle *ex ante* de la valeur des biens repris, ce qui porte en soi le risque que le capital soit insuffisamment doté au sens de l'art. 165 CP⁴⁰.

D. Le droit de souscription préférentiel

La tension entre l'intérêt de la société à se financer ou à opérer des restructurations, notamment des fusions, d'une part, et la protection des actionnaires existants, d'autre part, se cristallise dans les dispositions relatives au droit de souscription préférentiel⁴¹.

Dans le fameux arrêt *Ringier-Weltwoche*, qui traitait d'une augmentation massive du capital de cette dernière en le multipliant par huit, le Tribunal fédéral souligne que les actionnaires ne disposent pas d'un droit au maintien du capital-actions, pas plus qu'ils ne peuvent exiger que leur participation relative demeure inchangée⁴². Cet arrêt, critiqué⁴³ et aujourd'hui dépassé, reste toutefois pertinent sur ce point. Les décisions relatives à l'augmentation ou à la réduction du capital sont ainsi soumises, en principe, à la seule majorité de l'assemblée générale⁴⁴.

En contrepartie, chaque actionnaire dispose du droit de souscrire une part des nouvelles actions émises, proportionnellement à sa participation antérieure⁴⁵. Ce droit peut toutefois être supprimé ou limité, par une décision de l'assemblée générale prise à la majorité qualifiée⁴⁶, aux conditions suivantes.

³⁷ TF, arrêt 6B_1103/2017 du 7 août 2018, c. 1.2.1. Cf. aussi arrêt de la Cour de Justice du canton de Genève, ACPR/73/2021, résumé in Isabelle CHABLOZ/Irène SCHITTER, *Das Gesellschaftsrecht 2020/2021*, Le droit des sociétés 2020/2021, RSDA 2021, r31, p. 372, s'agissant d'une *start-up*.

³⁸ Art. 725a et 725b nCO.

³⁹ Art. 634 s. nCO. FF 2017 353, p. 386.

⁴⁰ Sur la suppression de la reprise de biens en général, cf. p.ex. VON DER CRONE/AREF, p. 253 ss. Critique : BÖCKLI, *Kritischer Blick*, p. 140 ss.

⁴¹ Art. 652b CO.

⁴² ATF 99 II 55, c. 3, JdT 1973 I 618.

⁴³ Cf. not. Alain HIRSCH, JdT 1973 I 631 ss ; BÖCKLI, *Aktienrecht*, § 2, N 257 s.

⁴⁴ Majorité absolue, sous réserve des cas prévus à l'art. 704 al. 1 ch. 4 et 5 CO.

⁴⁵ Art. 652b CO.

⁴⁶ Art. 704 al. 1 ch. 6 CO.

D'abord, seuls de justes motifs selon la terminologie discutable de l'art. 652b al. 2, 1^{re} phr., CO permettent de supprimer ou limiter le droit de souscription préférentiel. Il faut entendre par justes motifs, des motifs objectivement justifiés par l'intérêt de la société, telles l'acquisition d'entreprises ou la participation des travailleurs. La suppression ou la restriction de ce droit doit ensuite s'avérer nécessaire et apparaître proportionnée au but ainsi poursuivi, c'est la condition relative à l'exercice ménager du droit. Elle doit enfin respecter l'égalité de traitement entre les actionnaires⁴⁷.

Le droit de souscription préférentiel peut cependant aussi être supprimé ou limité *de facto*, par exemple en raison d'une augmentation de capital décidée en connaissance des difficultés financières momentanées d'un actionnaire⁴⁸, ou compte tenu des modalités relatives au droit de souscription, par exemple en prévoyant une période de souscription excessivement courte ou peu propice pour certains actionnaires.

Le prix d'émission est bien entendu un autre élément pouvant conduire à entraver les droits des actionnaires dans le cadre d'une augmentation du capital-actions. Même si le Tribunal fédéral a un peu rapidement retenu dans un arrêt que la dilution des actionnaires est une conséquence « banale » de toute augmentation du capital-actions, laquelle ne saurait être illicite ou abusive du seul fait qu'un actionnaire ne peut ou ne veut pas exercer son droit de souscription⁴⁹, cette « banalité » ne se justifie en réalité qu'en ce qui concerne le droit de vote. Or, un prix d'émission (nettement) inférieur à la valeur réelle conduit à diluer non seulement les droits sociaux mais également les droits patrimoniaux de l'actionnaire qui ne peut ou ne veut pas souscrire de nouvelles actions. Cela peut aisément être évité en fixant un prix d'émission proche de la valeur réelle, le cas échéant en laissant au conseil d'administration une marge de manœuvre suffisante pour par exemple prévoir une prime d'encouragement pour les nouveaux investisseurs⁵⁰.

A l'inverse, un prix d'émission (nettement) trop élevé, même si probablement plus rare, peut également s'avérer prohibitif pour les actionnaires minoritaires⁵¹.

Le nouveau droit renonce à l'idée d'interdire d'émettre des actions à un prix sensiblement inférieur à la valeur réelle⁵² mais retient néanmoins que nul ne doit être avantagé ou désavantagé de manière infondée, non seulement dans le

⁴⁷ Art. 652b al. 3 *in fine* CO.

⁴⁸ Exemple cité dans le premier message du Conseil fédéral relatif à la révision du droit de la société anonyme, FF 2008 1407, p. 1464.

⁴⁹ TF, arrêt 4A_43/2007 du 11 juillet 2007, c. 3.

⁵⁰ STOFFEL, p. 588 s. ; VON DER CRONE, Aktienrecht, N 656.

⁵¹ FF 2008 1407, p. 1464.

⁵² Art. 652b al. 5 P-CO 2007 (FF 2008 1407, p. 1577).

cadre de la suppression ou de la limitation du droit de souscription préférentiel⁵³, mais également par la fixation du prix d'émission⁵⁴. Cette formulation plus générale est sans aucun doute préférable⁵⁵. On peut toutefois se demander si le législateur n'aurait pu dû étendre ce principe à toutes les décisions qui, comme dans les exemples précédemment mentionnés, conduisent au même résultat. A part l'aspect didactique, cela ne nous paraît toutefois pas indispensable car l'interdiction d'avantager ou de désavantager par d'autres moyens résulte déjà des principes généraux du droit de la société anonyme (not. exercice ménager du droit, égalité de traitement, *etc.*).

Nous reviendrons sur les compétences du conseil d'administration sur ces questions un peu plus loin (*cf. infra* V./E./2.).

E. L'augmentation ordinaire du capital

I. Généralités

Si la décision d'augmenter le capital-actions revient de par la loi à l'assemblée générale, laquelle en fixe tous les aspects essentiels⁵⁶, sa mise en œuvre échoit au conseil d'administration⁵⁷.

En réalité, le conseil d'administration reste le moteur de l'action et conserve la haute main sur la conduite des opérations.

En *amont* de la décision de l'assemblée générale, il revient au conseil d'administration de préparer⁵⁸ et de convoquer⁵⁹ l'assemblée générale, d'en établir l'ordre du jour et de formuler les propositions qui y seront faites⁶⁰. Le conseil d'administration a ainsi toute liberté (sous réserve des limites précédemment évoquées) pour choisir le moment, le montant et toute autre modalité relative à l'augmentation qu'il entend proposer à l'assemblée générale.

A noter dans ce contexte que le conseil d'administratif devra respecter le délai de convocation de 20 jours⁶¹, voire de 27 jours si l'on veut tenir compte du délai de garde si les statuts prévoient une convocation par courrier recommandé, ce qui peut s'avérer contraignant en particulier dans le cadre d'un assainissement.

⁵³ Art. 652 al. 2, dernière phr., CO.

⁵⁴ Art. 652b al. 4 nCO.

⁵⁵ BÖCKLI, *Kritischer Blick*, p. 137 s.

⁵⁶ Art. 650 al. 2 CO.

⁵⁷ Art. 650 al. 1 CO.

⁵⁸ Art. 716a al. 1 ch. 6 CO.

⁵⁹ Art. 699 al. 1 CO.

⁶⁰ Art. 700 al. 2 CO.

⁶¹ Art. 700 al. 1 CO.

En *aval* de la décision de l'assemblée générale, le conseil d'administration est également seul compétent pour organiser la souscription des actions⁶², élément déterminant de toute augmentation de capital-actions. On regrettera dans ce contexte que le nouveau droit n'ait pas clarifié la question de savoir s'il était également possible de souscrire les actions *avant* la décision de l'assemblée générale, ce qu'un arrêt du Tribunal fédéral semble admettre, sans réellement discuter de la question en dépit des controverses doctrinales à ce sujet⁶³.

Le conseil d'administration est également en charge de toute une série d'étapes plus techniques, en particulier :

- Si l'offre est faite au public, le conseil d'administration devra préparer le prospectus d'émission⁶⁴.
- Le conseil d'administration devra établir le rapport d'augmentation qui est nécessaire dans tous les cas⁶⁵.
- Il devra faire vérifier le rapport d'augmentation par un réviseur agréé (de son choix) à moins que l'apport ne soit fourni en espèces, que le capital-actions ne soit pas augmenté en vue d'une reprise de biens⁶⁶ et que les droits de souscription préférentiels ne soient ni limités ni supprimés⁶⁷.
- Il constatera l'exécution de l'augmentation (éventuellement en plusieurs tranches si cela a été prévu dans la décision de l'assemblée générale) et procédera à la modification des statuts⁶⁸, décisions qui continuent à être soumises à la forme authentique dans le nouveau droit⁶⁹, malgré les tentatives du Conseil fédéral pour simplifier les choses dans ce domaine⁷⁰.
- Il dispose de trois mois, à compter de la décision de l'assemblée générale, pour requérir l'inscription au registre du commerce, délai qui est porté à six mois avec le nouveau droit⁷¹.
- Il veillera à ne pas émettre les actions avant l'inscription de l'augmentation au registre du commerce, sous peine de nullité⁷².

⁶² Art. 652 CO.

⁶³ BETTSCHART, N 38.

⁶⁴ Art. 35 ss de la Loi fédérale du 15 juin 2018 sur les services financiers (LSFin), RS 950.1.

⁶⁵ Art. 652e CO.

⁶⁶ Curieusement, la référence à la reprise de biens n'a pas été supprimée à l'art. 652f al. 2 nCO. Il s'agit à notre sens d'une omission.

⁶⁷ Art. 652f CO.

⁶⁸ Art. 652g CO.

⁶⁹ Art. 652g al. 2 nCO.

⁷⁰ FF 2017 353, p. 390 s. et 451. Art. 652g al. 3 P-CO.

⁷¹ Art. 650 al. 3 (n)CO.

⁷² Art. 652h al. 3 CO.

2. À quel moment les inscriptions au registre du commerce prennent effet ?

Dans le cadre (notamment) des augmentations du capital-actions se pose la question de savoir à quelle date prend effet une inscription au registre du commerce depuis la révision du droit du registre du commerce entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2021.

En effet, jusqu'alors, l'art. 932 aCO prévoyait, à son premier alinéa, que la date de l'inscription était celle du registre journalier et, à son deuxième alinéa, que l'inscription n'était opposable aux tiers que le jour ouvrable suivant la publication dans la Feuille officielle suisse du commerce (FOSC). L'art. 34 aORC précisait que les inscriptions au registre journalier déployaient leurs effets juridiques une fois approuvés par l'OFRC, avec effet rétroactif au moment de l'inscription au registre journalier.

L'art. 932 aCO a été supprimé dans son ensemble et son deuxième alinéa a été remplacée par l'art. 936a CO qui prévoit dorénavant que les inscriptions au registre du commerce déploient leurs effets dès la publication dans la FOSC, sans limiter cet effet aux seuls tiers. L'art. 34 ORC prévoit, dans la même logique, que l'office cantonal du registre du commerce informe, sur demande, les personnes qui ont produit la réquisition, lorsque l'OFRC a approuvé l'inscription, en précisant que l'inscription ne déploie ses effets qu'à partir de la publication électronique dans la FOSC.

Il s'agissait précisément de ne plus faire de distinction entre effets internes et effets externes dans le cadre d'inscriptions constitutives.

Le texte des nouvelles dispositions est clair, même si cela n'est pas sans poser problème dans les cas très spécifiques d'inscriptions dites « hyper-express » qui permettent d'obtenir l'inscription au registre journalier et l'approbation par l'OFRC le même jour que le dépôt de la réquisition⁷³. En effet, les publications dans la FOSC paraissent (pour des raisons informatiques) plusieurs jours après l'enregistrement au registre journalier, ce qui rend illusoire une inscription avec effet constitutif le jour même de la réquisition, compte tenu des nouvelles dispositions de l'art. 936a CO.

Compte tenu de ce qui précède, l'OFRC a indiqué que l'art. 936a CO devrait en réalité être compris dans le sens de l'art. 932 al. 2 aCO, c'est-à-dire que les effets de la publication dans la FOSC ne seraient pertinents que vis-à-vis *des tiers* (et ce contrairement à ce qu'indique l'art. 34 ORC...), laissant entendre que l'inscription au registre journalier restait déterminante pour déterminer à

⁷³ Cf. en particulier communication OFRC 2/08 ch. 3 et communication OFRC 4/20, ch. 2.5.

quel moment l'inscription produisait ses effets, revenant ainsi à l'ancienne dichotomie entre effets internes et externes⁷⁴.

À notre sens, la suppression de l'art. 932 al. 1 aCO ne permet pas de soutenir que l'art. 936a CO souffrirait d'ambiguïté : les inscriptions au registre du commerce prennent effet avec la publication dans la FOSC, ce qui correspond d'ailleurs également à la volonté du législateur. En d'autres termes, avec la suppression de l'art. 932 al. 1 aCO (et la suppression de l'art. 34 aORC), il n'existe tout simplement plus de base légale pour soutenir que les inscriptions au registre du commerce prendraient effet rétroactivement à la date de l'inscription au registre journalier⁷⁵.

3. *Les possibilités de délégation au conseil d'administration*

L'assemblée générale a la faculté de déléguer au conseil d'administration les trois décisions suivantes.

D'abord, les actionnaires peuvent se contenter de fixer le montant maximal de l'augmentation de capital⁷⁶. Ce sont alors les souscriptions effectivement reçues qui déterminent le montant final de l'augmentation dans le cadre prévu par l'assemblée générale. Le conseil d'administration ne dispose toutefois pas de marge d'appréciation, contrairement à ce qui prévaut dans le cadre de l'augmentation autorisée ou de la marge de fluctuation du capital, comme nous le verrons plus loin (*cf. infra* V./F.).

Dans le cadre des augmentations autorisées (mais non des augmentations ordinaires), le Tribunal fédéral admet que l'assemblée générale puisse déléguer au conseil d'administration la décision de supprimer ou de limiter le droit de souscription préférentiel pourvu que les conditions-cadres, c'est-à-dire les objectifs principaux et les lignes directrices, soient fixées dans la décision de l'assemblée générale⁷⁷. Il en va de même s'agissant du sort des droits de souscription supprimés⁷⁸.

⁷⁴ Communication OFRC 4/20, ch. 2.5, rectifiée par la Communication OFRC 1/21, ch. 3 visant à « clarifier » la situation. En dépit de la référence faite au MCF, FF 2015 3255, p. 3283 (n. 4) qui n'est pas concluant à notre sens, il résulte clairement du MCF que les effets de l'inscription au registre du commerce naissent avec la publication dans la FOSC ; *cf.* FF 2015 3255, p. 3284.

⁷⁵ Dans ce sens également : MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER/SETHE, § 6, N 113 ; CR CO II-VIANIN, art. 933, N 53 ; VON DER CRONE, Aktienrecht, N 75. *Contra* : HÄUSERMANN/DUMITRU, p. 106 s. *Cf.* aussi BK OR-SIFFERT, art. 936a, N 12 ss.

⁷⁶ Art. 650 al. 2 ch. 1 et 2 nCO. V. aussi l'art. 47 al. 1 ch. 1 let. a et b de l'Ordonnance du 17 octobre 2007 sur le registre du commerce (ORC), RS 221.411.

⁷⁷ ATF 121 III 219, c. 1d/cc et 2, JdT 1996 I 162.

⁷⁸ ATF 121 III 219, c. 4a, JdT 1996 I 162.

Concernant le sort des droits de souscription préférentiels non exercés, les exigences sont moins élevées car la renonciation à leur exercice est volontaire. Dès lors, une délégation de la décision au conseil d'administration est possible également dans le cadre des augmentations ordinaires, celui-ci devant toutefois en faire usage dans l'intérêt de la société et dans le respect du principe d'égalité de traitement entre les actionnaires⁷⁹.

Enfin, la fixation du prix d'émission peut être déléguée au conseil d'administration⁸⁰, de même que, logiquement, le moment à compter duquel les actions donnent droit au dividende⁸¹. Il devrait être possible de fixer des prix d'émission différenciés, en fonction des circonstances, par exemple dans le cadre de droits préférentiels de souscription non exercés.

4. *Les voies de droit*

Comme on l'a vu, les compétences en matière d'augmentation sont partagées entre l'assemblée générale et le conseil d'administration. Toutefois, alors que les décisions de l'assemblée générale peuvent faire l'objet d'une action en annulation⁸², tel n'est pas le cas de celles émanant du conseil d'administration⁸³.

Le Conseil fédéral n'a pas souhaité élargir l'action en annulation aux décisions du conseil d'administration, au motif que cela aurait conduit à un changement de système⁸⁴. On relèvera toutefois que la possibilité d'agir en annulation contre les décisions du conseil d'administration n'est pas totalement inconnue du droit suisse⁸⁵.

Faute d'action en annulation, peut-on envisager que des décisions du conseil d'administration relatives en particulier à la suppression ou à la limitation du droit de souscription préférentiel puissent faire l'objet d'une action en nullité⁸⁶ ? Il nous semble que cela devrait être possible, sous réserve de l'effet guérisseur de l'inscription de l'augmentation de capital au registre du commerce⁸⁷.

⁷⁹ Cf. not. CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 650, N 26.

⁸⁰ Art. 650 al. 2 ch. 3 CO.

⁸¹ Cf. not. BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 650, N 17. *Contra* : CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 650, N 13.

⁸² Art. 706 CO.

⁸³ Art. 714 CO *a contrario*.

⁸⁴ FF 2017 353, p. 449.

⁸⁵ Cf. art. 106 al. 2 de la Loi fédérale du 3 octobre 2003 sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine (LFus), RS 221.301.

⁸⁶ Art. 714 CO.

⁸⁷ VON DER CRONE, Aktienrecht, N 705 s.

F. La marge de fluctuation du capital

1. Principales caractéristiques

La marge de fluctuation du capital est une nouveauté introduite par la révision du droit de la société anonyme qui repose sur une proposition faite par le Prof. Hans Caspar VON DER CRONE⁸⁸. Elle vise à trouver un meilleur équilibre entre, d'une part, les besoins de flexibilité des entreprises et, d'autre part, la protection des actionnaires et des créanciers⁸⁹. L'augmentation autorisée, devenue superflue, est supprimée.

L'assemblée générale peut introduire dans les statuts, par une décision prise à la majorité qualifiée⁹⁰, une disposition autorisant le conseil d'administration de modifier le capital-actions dans les limites suivantes⁹¹ :

- Limite supérieure : 1 ½ le capital-actions inscrit au registre du commerce.
- Limite inférieure : ½ du capital-actions inscrit au registre du commerce.
- Durée maximum : 5 ans.

La limite inférieure ne peut être franchie même si le capital est immédiatement réaugmenté (accordéon)⁹².

Dans le contexte d'un accordéon, le Tribunal fédéral a jugé que, dans les cas où l'accordéon ne suffisait pas, à lui seul, à faire disparaître le surendettement, le conseil d'administration devait informer l'assemblée générale des autres mesures (abandon de créances, *etc.*) qui, combinées avec l'accordéon, permettraient d'assainir la société, faute de quoi l'assemblée générale ne serait pas en mesure de juger de la pertinence de l'accordéon, ni les actionnaires de décider en connaissance de cause s'ils souhaitaient exercer leur droit de souscription préférentiel⁹³. A notre sens cependant, l'information jugée nécessaire par le Tribunal fédéral devrait avant tout être dispensée aux actionnaires dans le contexte de la procédure de souscription (et non dans le cadre de l'assemblée générale)⁹⁴. Cette distinction prend toute son importance s'agissant d'un accordéon effectué dans le cadre d'une marge de fluctuation, puisqu'aucune assemblée générale n'est ici nécessaire.

La clause statutaire doit contenir les dix éléments mentionnés à l'art. 653t nCO, parmi lesquels on relèvera en particulier ce qui suit.

⁸⁸ VON DER CRONE, Bericht, p. 16 ss.

⁸⁹ VON DER CRONE, Aktienrecht, N 693.

⁹⁰ Art. 704 al. 1 ch. 5 CO.

⁹¹ Art. 653s nCO.

⁹² FF 2017 353, p. 463 (peu clair en français). VON DER CRONE, Aktienrecht, N 717.

⁹³ ATF 138 III 204, c. 3.3.3, JdT 2013 II 356.

⁹⁴ BETTSCHART, N 26 ss.

- Il est possible de prévoir des restrictions, des charges ou des conditions⁹⁵. L'autorisation peut ainsi ne porter que sur la possibilité d'augmenter ou de réduire le capital.
- L'assemblée générale peut déléguer au conseil d'administration la décision de limiter ou de supprimer le droit de souscription préférentiel, étant précisé que les justes motifs doivent être prévus dans les statuts⁹⁶.
- La nature des apports, les compensations et le prix d'émission sont déterminés par le conseil d'administration⁹⁷.

Le conseil d'administration édicte les dispositions nécessaires lorsqu'il décide d'augmenter ou de diminuer le capital-actions⁹⁸. Cette décision n'est pas soumise à la forme authentique⁹⁹.

Il procède ensuite aux constatations nécessaires¹⁰⁰ et à la modification des statuts¹⁰¹, décisions soumises à la forme authentique, comme aujourd'hui.

En cas de réduction du capital, les dispositions relatives à la protection des créanciers, aux comptes intermédiaires et à l'attestation de vérification s'appliquent au moment où le conseil d'administration décide de procéder à la réduction¹⁰², contrairement au projet initial qui prévoyait que l'appel aux créanciers devait avoir lieu préalablement à la décision de l'assemblée générale visant à introduire la base statutaire relative à la marge de fluctuation¹⁰³. Il s'agit là d'une nette amélioration du projet par la Commission des affaires juridiques du Conseil national au sein de laquelle le Prof. Hans-Ueli VOGT œuvrait¹⁰⁴.

Les statuts ne peuvent autoriser une marge de fluctuation vers le bas que si la société n'a pas effectué d'*opting-out*¹⁰⁵. Cette exigence pouvait se justifier dans la logique du projet qui prévoyait que la protection des créanciers s'effectuait au moment de l'introduction de la base statutaire relative à la marge de fluctuation¹⁰⁶. Elle ne se justifie plus réellement dès lors que la protection des créanciers s'effectue dorénavant au moment où le conseil d'administration

⁹⁵ Art. 653t al. 1 ch. 3 nCO.

⁹⁶ Art. 653t al. 1 ch. 7 nCO, lequel codifie l'ATF 121 III 219 précité. VON DER CRONE, Akienrecht, N 705.

⁹⁷ Art. 653u al. 2 nCO. Cf. art. 651 al. 3 CO s'agissant de l'augmentation autorisée. FF 2017 353, p. 464, erroné sur ce point dans sa version française.

⁹⁸ Art. 653u al. 2 nCO.

⁹⁹ Rapport explicatif relatif à la modification de l'ordonnance sur le registre du commerce du 17 février 2020, p. 11.

¹⁰⁰ Art. 652g, resp. 653o nCO.

¹⁰¹ Art. 653u al. 4 nCO.

¹⁰² Art. 653u al. 3 nCO.

¹⁰³ Art. 653w P-CO.

¹⁰⁴ BO CN 2018, 1106 (Vogt).

¹⁰⁵ Art. 653s nCO.

¹⁰⁶ Art. 653w P-CO ; FF 2017 353, p. 389 et 465 s.

décide concrètement de réduire le capital-actions et qu'un expert-réviseur doit attester que les créances restent entièrement couvertes malgré la réduction du capital-actions¹⁰⁷.

Est-il possible d'effectuer un *opting-out* une fois la base statutaire introduite par la suite ? L'art. 727a al. 2 P-CO, qui excluait la possibilité d'effectuer un *opting-out* si les statuts contenaient une marge de fluctuation vers le bas a été supprimé sans réelle discussion¹⁰⁸. Il nous paraît toutefois difficile de soutenir, compte tenu de la portée générale de l'interdiction prévue à l'art. 653s al. 4 nCO (et même si nous estimons que cette exigence est discutable), qu'il serait possible d'effectuer un *opting-out* après avoir introduit une marge de fluctuation vers le bas dans les statuts¹⁰⁹. On verra comment la pratique traitera cette problématique.

L'annexe aux comptes devra indiquer toutes les réductions et augmentations auxquelles le conseil d'administration a procédé dans le cadre de la marge de fluctuation¹¹⁰.

Enfin, quelles sont les conséquences d'une augmentation, ordinaire ou conditionnelle, respectivement d'une réduction du capital-actions par l'assemblée générale, pendant la période durant laquelle le conseil d'administration peut faire fluctuer le capital-actions ?

- S'il s'agit d'une augmentation au moyen d'un capital conditionnel, la marge de fluctuation est adaptée en fonction du montant de l'augmentation¹¹¹, dans le cadre de la modification des statuts à la suite de l'exercice des droits de conversion ou d'option, à moins que l'assemblée générale ne décide, dans les limites de la marge de fluctuation existante, de conférer (ultérieurement) au conseil d'administration une autorisation d'augmenter le capital-actions au moyen d'un capital conditionnel¹¹².
- En revanche, si l'assemblée générale décide d'augmenter ou de réduire le capital-actions de manière ordinaire, ou de modifier la monnaie du capital-

¹⁰⁷ Art. 653u al. 3 *cum* art. 653m nCO. Dans le même sens, nous semble-t-il, BÖCKLI, Kritischer Blick, p. 140, en particulier n. 140.

¹⁰⁸ BO CN 2018, 1129 ; BO CE 2019, 51.

¹⁰⁹ GERICKE/MADANI, p. 741 ; VON DER CRONE/DAZIO, p. 507, n. 25.

¹¹⁰ Art. 959c al. 2 ch. 15 nCO.

¹¹¹ Au marc le franc : pour un capital de 1'000 et une marge de fluctuation comprise entre 500 et 1'500, la nouvelle marge de fluctuation, après exercice des droits de conversion et d'option à hauteur de 300 (et donc un nouveau capital de 1'300), sera comprise entre 800 et 1'800. Cf. le schéma N. 3 *in* GERICKE, p. 123. GERICKE/MADANI, p. 749.

¹¹² Art. 653v al. 2, 653g al. 2 et 653t al. 1 ch. 9 nCO. Cf. à ce sujet, BAUM, p. 47 ss ; GERICKE/MADANI, p. 749 s. ; VON DER CRONE, Aktienrecht, N 728 ss ; VON DER CRONE/DAZIO, p. 512 s. et 516 s. Ces dispositions, qui ne brillent pas nécessairement par leur clarté, ont été introduites par le Parlement. BO CN 2018, 1128 ; BO CE 2019, 502.

actions, la marge de fluctuation devient caduque « *pour des questions de sécurité juridique* »¹¹³ et les statuts doivent être adaptés en conséquence¹¹⁴.

Il va de soi que l'assemblée générale conserve la possibilité d'inscrire une nouvelle marge de fluctuation dans les statuts, soit au moment où elle prend la décision d'augmenter ou de réduire le capital-actions ou de modifier la monnaie dans laquelle il est libellé (hypothèse visée à l'art. 653v al. 1 nCO), soit lorsque le conseil d'administration adapte les statuts à la suite de l'exercice des droits de conversion ou d'option si elle entend augmenter la marge de manœuvre du conseil d'administration au-delà de ce que prévoit l'art. 653v al. 2 nCO¹¹⁵.

2. *Discussions au Parlement*

L'adoption de la marge de fluctuation ne s'est pas faite sans réticence au sein du Parlement.

Le conseiller national VOGT (UDC, ZH) a relevé que la protection des créanciers serait affaiblie par l'introduction de la marge de fluctuation du capital telle qu'initialement prévue par le Conseil fédéral¹¹⁶, en indiquant : « *Die Regelung des Kapitalbandes im bundesrätlichen Entwurf geht unter dem Aspekt des Kapitalschutzes zu weit. Der bundesrätliche Entwurf hebt den Kapitalschutz in einem Ausmass aus, das mit dem übrigen System des aktienrechtlichen Kapitalschutzes unvereinbar ist, vor allem mit der Regelung der Kapitalherabsetzung* »¹¹⁷.

D'autres parlementaires ont proposé de ne pas adopter cette nouvelle institution en raison du glissement de compétence en faveur du conseil d'administration. La conseillère nationale LEUTENEGGER OBERHOLZER (S, BL) a ainsi indiqué : « *Ich sage Ihnen: Für die Kapitalherabsetzungen will ich nicht eine Kompetenz einfach beim Verwaltungsrat; das soll bei der Generalversammlung bleiben, wie das heute der Fall ist* »¹¹⁸.

¹¹³ FF 2017 353, p. 465.

¹¹⁴ Art. 653v al. 1 nCO.

¹¹⁵ Si l'on reprend les montants cités en n. 111, le nouveau capital de 1'300 (après exercice des droits de conversion et d'option à hauteur de 300) permet à l'assemblée générale de prévoir une nouvelle marge de fluctuation comprise entre 650 et 1'950 (et pas seulement entre 800 et 1'800).

¹¹⁶ Cf. n. 103.

¹¹⁷ BO CN 2018, 1106 (Vogt).

¹¹⁸ BO CN 2018, 1103 (Leutenegger Oberholzer).

À l'instar de sa collègue de parti, le conseiller aux États LEVRAT (S, FR) a soutenu que la marge de fluctuation : « [...] *affaiblit la position des actionnaires au bénéfice des organes de la société et que, par conséquent, cela va à l'encontre de la logique que nous poursuivons dans toute cette réforme et notamment de la logique qui était celle défendue par l'initiative populaire "contre les rémunérations abusives", qui visait précisément à renforcer la position des actionnaires et à renforcer les mécanismes de démocratie interne. Nous aurions là une norme de délégation générale qui, de fait, affaiblirait la position des actionnaires. Ceux-ci pourraient se prononcer au moment où l'autorisation est donnée, mais ils ne décideraient ni sur l'opportunité de l'augmentation du capital ni sur les conséquences que cela pourrait avoir sur leur propre position* »¹¹⁹.

Pourtant, s'agissant de la fluctuation vers le haut, les différences avec l'augmentation autorisée sont limitées.

Certes, la durée maximum de l'augmentation autorisée n'est que de deux ans, contre cinq dans le cadre de la marge de fluctuation. Par ailleurs, si l'augmentation autorisée ne permet pas de réduire (à nouveau) le capital consécutivement à une augmentation, cela est en revanche possible en présence d'une marge de fluctuation vers le haut et vers le bas¹²⁰.

Cependant, les autres éléments présentent de nombreuses similitudes. Il en va ainsi du montant maximal de l'augmentation, du sort des droits de souscription préférentiels¹²¹ et de la possibilité de procéder à l'augmentation en plusieurs tranches. Il en va de même concernant la possibilité pour le conseil d'administration de fixer le prix d'émission et le moment à partir duquel les actions donnent droit au dividende, ainsi que la nature des apports et les compensations.

Il est vrai en revanche que la marge de fluctuation vers le bas (qui revient en réalité à une réduction autorisée) constitue une nouvelle institution. Les risques d'abus devraient toutefois être limités, d'abord parce que les dispositions relatives à la protection des créanciers s'appliquent au moment où le conseil d'administration décide de procéder à la réduction¹²², ensuite parce que les risques liés à une éventuelle dilution des actionnaires existants sont spécifiques aux augmentations de capital et ne se posent donc pas dans le cadre d'une réduction du capital.

¹¹⁹ BO CE 2019, 499 (Levrat).

¹²⁰ En présence d'une marge de fluctuation uniquement vers le haut, il ne devrait en revanche pas non plus être possible de réduire (à nouveau) le capital.

¹²¹ Régi à l'heure actuelle par l'ATF 121 III 219, simplement codifié par l'art. 653t al. 1 ch. 7 nCO. Cf. n. 96.

¹²² Cf. n. 102.

Dès lors, il ne nous semble pas que les risques identifiés par une partie du Parlement soient fondés (sous réserve des dispositions relatives à la protection des créanciers qui ont été modifiées à juste titre par le Parlement). Quoi qu'il en soit, il reviendra toujours *in fine* à l'assemblée générale de décider si elle entend ou non accorder cette flexibilité au conseil d'administration¹²³.

VI. Conclusion

Le partage des compétences relatives au financement de l'entreprise dépend traditionnellement de la provenance des fonds : le conseil d'administration est compétent en matière de fonds étrangers alors que l'assemblée générale l'est en matière de modification des fonds propres. Nous avons toutefois vu que, même s'agissant des fonds propres, le conseil d'administration reste le moteur de l'action et dispose d'une marge de manœuvre importante à plusieurs égards, marge que les possibilités en matière de réserves latentes augmentent d'autant plus.

La marge de fluctuation du capital accroîtra la flexibilité dont les sociétés anonymes qui le voudront pourront bénéficier en matière de financement par fonds propres en permettant au conseil d'administration, non seulement d'augmenter mais aussi de réduire le capital-actions, dans les limites fixées dans les statuts. Cette possibilité va plus loin que ce qui existe dans le reste de l'Europe et s'inscrit dans une logique plus proche (sans aller aussi loin) de ce que connaît notamment le droit américain avec l'*authorized capital*¹²⁴. Dépourvue d'inconvénients manifestes, cette nouvelle institution doit donc être saluée¹²⁵.

Il sera intéressant d'observer dans quelle mesure la pratique aura recours à cette nouvelle institution, compte tenu notamment de l'intérêt relativement faible que connaît l'actuelle augmentation autorisée¹²⁶. Cela dépendra, notamment, de la pratique du registre du commerce et de la jurisprudence futurs, par exemple en ce qui concerne le degré de précision des justes motifs permettant au conseil d'administration de limiter ou supprimer le droit de souscription préférentiel¹²⁷.

¹²³ VON DER CRONE/CATHOMAS, p. 600.

¹²⁴ BÜCHLER, N 463 et 480 ; VON DER CRONE, Aktienrecht, N 691 ; VON DER CRONE/DAZIO, p. 518.

¹²⁵ Cf. p.ex. FORSTMOSER/KÜCHLER, p. 81.

¹²⁶ VON DER CRONE / CATHOMAS, p. 600, n. 108.

¹²⁷ Cf. n. 96.

VII. Bibliographie

A. Littérature

Olivier BAUM, Kapitalband und bedingtes Kapital im Entwurf zur Aktienrechtsrevision, Zwei Spieler derselben Mannschaft?, GesKR 2017, p. 47 ss ; **Sébastien BETTSCHART**, Procédure d'accordéon dans le cadre d'un assainissement, CJN, publié le 2 mai 2012 ; **Peter BÖCKLI**, Schweizer Aktienrecht, 4^e éd., Zurich 2009 (cité : BÖCKLI, Aktienrecht) ; **Peter BÖCKLI**, Kritischer Blick auf die Botschaft und den Entwurf zur Aktienrechtsrevision 2016, GesKR 2017, p. 133 ss (cité : BÖCKLI, Kritischer Blick) ; **Benjamin BÜCHLER**, Das Kapitalband, Zurich 2012 ; **Peter FORSTMOSER/Marcel KÜCHLER**, Die Aktienrechtsreform vor der letzten Etappe? Teil I, RSJ 2017, p. 73 ss ; **Dieter GERICKE**, Kapitalband: Flexibilität in Harmonie und Dissonanz, in Rolf WATTER (éd.), Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsrevision, Eine Standortbestimmung per Ende 2010, Zurich/St-Gall 2010, p. 113 ss ; **Dieter GERICKE/Daniel MADANI**, La marge de fluctuation du capital (art. 653s-653v P-CO), RSJ 2021, p. 739 ss ; **Daniel M. HÄUSERMANN/Alessandra DUMITRU**, Les inscriptions au registre du commerce déploient leurs effets déjà avant la publication dans la FOOSC, GesKR, p. 106 s. ; **Heinrich HONSELL/Nedim Peter VOGT/Rolf WATTER (éds)** Obligationenrecht II: Art. 530-964 OR, Basler Kommentar, 5^e éd., Bâle 2016 (cité : BSK OR II-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Peter JUNG**, Art. 620-659b OR, Die Aktiengesellschaft: Zürcher Kommentar, 2^e éd., Zurich 2016 (cité : ZK OR-JUNG, art. 620, N 219 s.) ; **Daniel KNECHT**, Finanzierung durch Ausgabe eigener Aktien, in David DÜRR/Mauro LARDI/Nicolas ROUILLER (éds), Unternehmensführung und Recht. Regulatorisches Umfeld für KMU, Droit et gestion d'entreprise. Le cadre juridique et réglementaire de l'activité des entreprises, 2^e éd., Zurich 2020, p. 409 ss ; **Arthur MEIER-HAYOZ/Peter FORSTMOSER/Rolf SETHE**, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 12^e éd., Berne 2018 ; **Rino SIFFERT**, Art. 927-943 OR. Das Handelsregister: Berner Kommentar, Berne 2021 (cité : BK OR-SIFFERT, art. 936a, N 12 ss) ; **Walter STOFFEL**, Das Gesellschaftsrecht 2007/2008, Le droit des sociétés 2007/2008, RSDA 2008, p. 587 ss ; **Pierre TERCIER/Marc AMSTUTZ/Rita TRIGO TRINDADE (éds)**, Code des obligations II: art. 530-1186, Commentaire romand, 2^e éd., Bâle 2017 (cité : CR CO II-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Hans Caspar VON DER CRONE**, Bericht zu einer Teilrevision des Aktienrechts: Nennwertlose Aktien, REPRAX 2002, p. 1 ss (cité : VON DER CRONE, Bericht) ; **Hans Caspar VON DER CRONE**, Aktienrecht, 2^e éd., Berne 2020 (cité : VON DER CRONE, Aktienrecht) ; **Hans Caspar VON DER CRONE/Magda AREF**, Die Abschaffung der Sachübernahmenvorschriften im neuen Aktienrecht, RSDA 2021, p. 253 ss ; **Hans Caspar VON DER CRONE/Linus CATHOMAS**, Das Aktienkapital im Entwurf zur Aktienrechtsrevision, RSDA 2017, p. 586 ss ; **Hans Caspar VON DER CRONE/Giovanni DAZIO**, Das Kapitalband im neuen Aktienrecht. Flexibilisierung der Kapitalveränderung durch Art. 653s-653v revOR, RSDA 2020, p. 505 ss.

B. Textes officiels

Conseil fédéral, Message concernant la modification du code des obligations (Droit de la société anonyme) du 23 novembre 2016, FF 2017 353 ; **Conseil fédéral**, Message 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) du 21 décembre 2007, FF 2008 1407 ; **Conseil fédéral**, Message concernant la modification du code des obligations (Droit du registre du commerce) du 15 avril 2015, FF 2015 3255 ; **Conseil fédéral**, Rapport explicatif relatif à la modification de l'ordonnance sur le registre du commerce du 17 février 2020.

Le droit à l'information du prêteur

FRÉDÉRIC ROCHAT, Dr en droit, LL.M. (Columbia '04)
Avocat, associé, Kellerhals Carrard, Lausanne

Table des matières

I. Introduction et contexte.....	24
A. Créanciers volontaires et involontaires	24
B. Les enjeux relatifs à l'information des créanciers.....	24
II. Les droits à l'information prévus par la loi	25
A. L'article 958e CO.....	25
B. Aperçu d'autres dispositions	27
III. Les clauses contractuelles relatives à l'information du prêteur	28
A. Principes généraux	28
1. But de l'information	28
2. Différents types de clauses d'information	29
3. Limites au droit d'information.....	30
4. Quelques contextes typiques.....	32
B. Les clauses d'information contractuelles en général.....	33
1. Information au moment de l'octroi du prêt.....	33
2. Information périodique	33
3. Information <i>ad hoc</i>	34
4. Information sur demande du prêteur.....	35
5. Droit de vérification du prêteur	36
C. Clauses d'information dans certains contextes particuliers	36
1. Emprunteurs cotés	36
2. Prêts convertibles ou à option.....	37
3. Les crédits COVID	37
IV. Bibliographie	38

La présente contribution s'inscrit dans le cadre d'une journée d'études juridiques consacrée au financement des entreprises. Elle a pour objet l'analyse des droits que le prêteur peut faire valoir à l'encontre de l'emprunteur pour obtenir des renseignements à son sujet. Après une introduction présentant les enjeux liés à la communication d'informations, j'examinerai dans un premier temps les droits – limités – que la loi suisse réserve au prêteur pour identifier,

dans un second temps, les obligations contractuelles que le prêteur peut exiger avant de consentir son prêt.

I. Introduction et contexte

A. Créanciers volontaires et involontaires

La loi suisse contient de nombreuses règles destinées à protéger les droits des créanciers soucieux d'assurer l'exécution de leurs créances. Il serait vain de chercher à en faire une liste exhaustive. Je me limite à mentionner les règles de la LP, dont c'est la fonction essentielle pour les créances pécuniaires (notamment le séquestre¹ et l'action révocatoire²), celles du Code pénal punissant notamment les infractions dans la faillite et la poursuite pour dettes³ et celles du droit des sociétés protégeant le capital et l'actif social (règles sur la souscription et la libération du capital, procédure de réduction de capital, constitution de réserves et restrictions à leur utilisation, restitution de distributions indues, avis au juge en cas de surendettement), destinées à garantir autant que possible la capacité d'une société à faire face à ses engagements.

Les règles énoncées ci-dessus visent à protéger tant les créanciers volontaires, qui ont choisi d'entrer en relation avec le débiteur dans le cadre d'une relation contractuelle – typiquement un contrat de prêt – que les créanciers involontaires, par exemple les victimes d'un acte illicite ou d'un enrichissement illégitime. C'est à ces derniers que les normes impératives de protection du droit suisse sont principalement destinées, puisqu'ils ne peuvent pas négocier à l'avance des droits ou garanties avec leur débiteur encore insoupçonné.

B. Les enjeux relatifs à l'information des créanciers

S'agissant plus particulièrement des droits des créanciers à l'information, le droit suisse est très parcimonieux. Cela s'explique en partie par le fait que cette préoccupation concerne essentiellement les créanciers volontaires, qui s'inscrivent dans une relation organisée qui leur permet de se protéger par la négociation de droits contractuels. Mais cela tient aussi aux risques liés à la divulgation de l'information : en l'absence d'un devoir de fidélité du bénéficiaire, la communication d'informations sensibles met celui qui les révèle en danger d'un usage abusif.

¹ Art. 271 ss LP.

² Art. 285 ss LP.

³ Art. 163 ss CP.

Ce principe trouve son expression par exemple en droit de la société anonyme, où l'actionnaire n'est soumis à aucune obligation légale de fidélité⁴ et jouit d'un droit d'information très limité. Selon l'article 697 CO, il ne peut demander des renseignements qu'au conseil d'administration et à l'organe de révision, lors de l'assemblée générale, et seulement dans la mesure où ces renseignements sont nécessaires à l'exercice de ses droits, étant précisé que la société peut les refuser lorsqu'ils compromettraient le secret des affaires ou d'autres intérêts sociaux dignes de protection ; et les livres et la correspondance ne peuvent être consultés qu'en vertu d'une autorisation expresse de l'assemblée générale ou du conseil d'administration, pour autant que le secret des affaires soit sauvegardé.

Dans les structures corporatives où le destinataire de l'information est soumis à des obligations de loyauté, le droit à l'information est ouvert plus largement : en droit de la Sarl, par exemple, l'article 802 CO (droit aux renseignements et à la consultation) précède immédiatement son corollaire de l'article 803 CO (devoir de fidélité et interdiction de faire concurrence).

Dans un contexte contractuel, l'étendue des droits d'information consentis dépendra du degré d'ingérence reconnu comme nécessaire par les parties : plus le risque pris par le créancier est important, plus celui-ci sera légitimé à exiger une information détaillée et complète. Dans les contrats de prêts bancaires, par exemple, il est fréquent de trouver des clauses selon lesquelles l'emprunteur doit fournir des rapports plus détaillés et plus fréquents lorsque certains critères de risque sont atteints.

II. Les droits à l'information prévus par la loi

A. L'article 958e CO

L'article 958e CO, applicable aux entreprises soumises à l'obligation de tenir une comptabilité commerciale, traite de la publication et de la consultation des comptes et distingue à cet égard les sociétés cotées ou débitrice d'emprunts par obligations (al. 1) des autres sociétés (al. 2).

Les premières doivent révéler à toute personne qui en fait la demande (et donc pas uniquement à des créanciers) leurs comptes annuels individuels et les comptes annuels consolidés accompagnés des rapports de révision dans les douze mois qui suivent leur approbation⁵.

⁴ BÖCKLI, § 1, N 19 s.

⁵ Les règles relatives à la cotation posent des exigences complémentaires sur l'étendue et le mode de publication des documents sociaux. Voir pour SIX Swiss Exchange AG,

Les autres sociétés ne sont tenues de fournir des renseignements sur leur situation financière que de manière limitée :⁶

- *Légitimation*. Le créancier doit démontrer qu’il est effectivement créancier. À cet égard, la jurisprudence exige que le créancier rende sa créance hautement vraisemblable⁷. En outre, le créancier doit rendre hautement vraisemblable son intérêt digne de protection à la consultation, à savoir que la satisfaction de sa créance doit apparaître compromise⁸. L’intérêt de la société à la préservation de ses secrets d’affaires sera mis en balance avec l’intérêt du créancier à la consultation⁹.
- *Étendue*. Le droit à l’information porte sur la consultation du rapport de gestion et des rapports de révision.
- La société doit donner accès au seul rapport de l’organe de révision à l’assemblée générale (art. 728b al. 1 CO), non au rapport détaillé de l’organe de révision au conseil d’administration de l’article 728b alinéa 1 CO. Le droit à la consultation ne porte pas sur les notes d’audit ou les documents internes à la société.
- Le rapport annuel, lorsqu’il en existe un¹⁰, peut contenir des informations importantes sur les affaires de l’entreprise, y compris des éléments prospectifs (notamment l’état des commandes et mandats, les activités de recherche et développement)¹¹.
- La loi ne précise pas expressément de limite de temps pour la consultation, mais il est admis que ce droit ne porte que sur les comptes du dernier exercice en date¹². Vu l’exigence de présenter les chiffres de l’exercice précédent dans les comptes (art. 958d al. 2 CO), le créancier a de fait accès aux informations comptables des deux dernières années.

l’art. 49 du règlement de cotation ainsi que la Directive Devoirs d’annonce réguliers (DDAR) du 19 août 2021, disponible sur le site <<https://www.ser-ag.com/fr/home.html>> (consulté le 14 janvier 2022). Pour BX Berne eXchange, voir l’art. 14 du règlement de cotation (*listing rules*) ainsi que les autres règles sur les obligations de reporting régulier (<https://www.bxswiss.com/regulatory-information>) (consulté le 14 janvier 2022).

⁶ Voir également à ce sujet DUPASQUIER, p. 34 s.

⁷ CR CO II-TORRIONE/BARAKAT, art. 958e, N 9 et réf. cit.

⁸ Le créancier devra présenter au juge des éléments indiquant que la société débitrice fait face à des difficultés financières (BSK OR II-NEUHAUS/SUTER, art. 958e, N 7).

⁹ ATF 137 III 255 ; TC/VD, JdT 2020 III 155. Le créancier doit démontrer l’existence de circonstances permettant objectivement de croire à l’existence de difficultés financières de la société. La requête ne doit pas apparaître comme destinée à satisfaire la simple curiosité du créancier. Le juge peut également autoriser que la société caviarde certaines informations transmises au créancier. Voir également CR CO II-TORRIONE/BARAKAT, art. 958e, N 10 s. ; BSK OR II-NEUHAUS/SUTER, art. 958e, N 7.

¹⁰ Les sociétés non soumises au contrôle ordinaire sont dispensées d’établir un tel document (art. 961 ch. 1 *a contrario*).

¹¹ Art. 961c al. 2 CO. Voir toutefois n. [14] ci-dessous.

¹² BSK OR II-NEUHAUS/SUTER, art. 958e, N 9.

- Le créancier n'a pas le droit de recevoir une copie des documents : la consultation a lieu au siège de la société¹³. À mon avis, le créancier doit en principe avoir le droit d'effectuer lui-même des copies des documents soumis à sa consultation, dès lors que rien ne lui interdit de prendre le temps nécessaire à copier manuellement les informations qui lui semblent pertinentes. Ce n'est que dans des cas très particuliers qu'on pourrait imaginer que la société puisse refuser au créancier de lever des copies¹⁴.

B. Aperçu d'autres dispositions

Le droit suisse des contrats reconnaît le plus souvent un droit des parties d'obtenir certaines informations de ses cocontractants. De telles obligations, dont l'étendue varie selon la nature des relations, sont expressément prévues, notamment à charge du mandataire en faveur du mandant (art. 400 CO), à charge de l'entrepreneur en faveur du maître d'œuvre (art. 364 CO)¹⁵, entre l'employé et l'employeur (art. 321a CO)¹⁶.

D'autres dispositions servent de base légale aux droits de créanciers d'obtenir des informations (spontanément ou sur demande) dans certaines circonstances. Relevons en particulier, sans prétention à l'exhaustivité :

- le droit d'obtenir des documents de poursuites (qui suppose de rendre vraisemblable un intérêt légitime, art. 8a LP)¹⁷ ;
- les appels aux créanciers dans le cadre de la réduction de capital (art. 733 CO), de la liquidation (art. 742 CO), de la fusion (art. 25 LFus) ou de la scission (art. 45 LFus) ;
- les informations à fournir au public (et non seulement aux créanciers) par les sociétés cotées en bourse (prospectus, rapports périodiques, publicité événementielle, franchisements de seuils, transactions du management)¹⁸ ;
- la loi sur le crédit à la consommation, qui régit l'étendue et les modalités de traitement des informations concernant les emprunteurs concernés (art. 23 LCC) ;

¹³ BSK OR II-NEUHAUS/SUTER, art. 958e, N 8.

¹⁴ Les documents consultables – le rapport de gestion et les rapports de révision – sont établis à l'intention des actionnaires, non soumis à une obligation de fidélité légale, de sorte qu'ils ne devraient *a priori* pas contenir de secrets d'affaires.

¹⁵ Le devoir d'information de l'entrepreneur est rattaché à l'art. 364 CO, cf. CR CO I-CHAIX, art. 364, N 8.

¹⁶ Le devoir d'information de l'employé est rattaché à l'art. 321a CO, cf. CR CO I-WITZIG, art. 321a, N 11.

¹⁷ CR LP-DALLÈVES, art. 8a, N 6 ; ATF 115 III 81.

¹⁸ Cf. *supra*, p. [1] ad. n. [5] et les sites internet cités pour les règles applicables des bourses concernées.

- les lois fiscales, qui permettent, à certaines conditions, de consulter des informations sur d'autres contribuables.

III. Les clauses contractuelles relatives à l'information du prêteur

Compte tenu de la portée limitée des dispositions légales, les prêteurs sauvegardent en pratique leurs intérêts en négociant en leur faveur des droits à obtenir des informations précises de la part de l'emprunteur.

A. Principes généraux

I. *But de l'information*

Une grande partie des droits d'information contractuels visent à garantir le respect des engagements de l'emprunteur, notamment le respect des garanties (*representations and warranties*) données sur la situation de l'emprunteur au moment de la conclusion du contrat et celui des engagements (*covenants*) que l'emprunteur accepte de prendre pendant la durée du prêt.

L'information permettra au prêteur de mettre en œuvre les droits qu'il se sera réservé d'exercer en cas de réalisation de certains événements :

- le droit de mettre fin au contrat de prêt en cas de violation des garanties ou des engagements, ou lorsque certains autre événements se réalisent, par exemple le dépassement de certains ratios financiers (typiquement, ratios d'endettement, de profitabilité ou de liquidités), un changement de contrôle de l'emprunteur (typiquement à la suite de la vente de la société), un défaut de l'emprunteur dans le contexte d'une autre obligation (*cross-default*) ;
- le droit d'augmenter le taux d'intérêts lorsque le risque pour le prêteur augmente, généralement matérialisé par le franchissement de certains ratios précités ;
- le droit d'imposer des pénalités financières lorsque certains événements se produisent (y compris la violation d'une obligation d'informer) ;
- la mise en œuvre de sûretés, par exemple l'avis aux débiteurs cédés de payer en mains du prêteur lorsque le contrat de prêt prévoit la cession fiduciaire des créances en faveur du prêteur¹⁹ ;

¹⁹ Les contrats prévoient généralement la cession au prêteur, à titre fiduciaire, des débiteurs de l'emprunteur, dite cession étant effective dès la signature du contrat de prêt pour garantir l'efficacité de la sûreté, mais conservée confidentiellement entre les parties au contrat de prêt, le prêteur conférant à l'emprunteur un mandat d'encaissement

- l'exercice d'un droit d'influencer les décisions de l'emprunteur (p.ex. un droit de véto sur certaines décisions d'investissement ou de distributions).

L'emprunteur n'a pas intérêt à ouvrir trop largement le droit à l'information :

- la sauvegarde de ses secrets d'affaires impose le maintien des informations sensibles dans un cercle aussi restreint que possible de personnes ;
- la compilation et la préparation des informations représentent également une charge pour l'emprunteur, qui doit rester en adéquation raisonnable avec l'intérêt du prêteur à gérer son risque.

Le contrat prévoira souvent une gradation dans l'étendue et la granularité de l'information en fonction de la situation plus ou moins saine de l'emprunteur, de manière à tenir compte de l'intérêt croissant du prêteur à être informé dans la mesure où son risque augmente.

2. Différents types de clauses d'information²⁰

Information spontanée ou sur demande. Les clauses d'information prévoient généralement, d'une part, une information spontanée de la part de l'emprunteur sur certains points spécifiques (comptes et rapports périodiques, annonce d'événements particuliers, remise de calculs de ratios, etc.) et, d'autre part, une information sur requête du prêteur.

Information écrite ou orale. L'information peut consister en des rapports ou communications écrites, mais le prêteur sera bien inspiré de se réserver aussi le droit de mener des entretiens (périodiques ou sur requête) avec les responsables de l'emprunteur, pour avoir une meilleure compréhension de la situation concrète de l'entreprise.

Information dynamique. Contrairement aux investisseurs, qui prennent des parts au capital d'une société, il est rare qu'un prêteur souhaite déléguer un représentant au sein des organes sociaux de l'emprunteur. Au-delà des intérêts convenus sur le montant du prêt, le prêteur ne profite en principe pas du bénéfice lorsque l'emprunteur réalise des affaires florissantes. Étant mieux protégé que l'actionnaire en cas de difficultés financières, il a moins d'intérêt à s'investir dans un suivi régulier des affaires de l'emprunteur, d'autant que

des débiteurs cédés. Le mandat d'encaissement est révoqué, et les débiteurs sont notifiés de la cession (avec instruction de payer au prêteur-cessionnaire) en cas de défaut de l'emprunteur.

²⁰ Pour une présentation des différents types de droits à l'information, voir DUPASQUIER, p. 37 ss.

l'attention et l'énergie qu'il pourrait consacrer à cette activité sont susceptibles de lui faire endosser une responsabilité d'organe de fait²¹.

3. *Limites au droit d'information*

L'emprunteur cherchera à limiter le droit à l'information du prêteur pour tenir compte de plusieurs facteurs.

- *Confidentialité.* Malgré les clauses de confidentialité imposées aux prêteurs dans les contrats, le risque d'utilisation abusive des informations reçues ne peut être exclu et leur diffusion doit être limitée dans la mesure du possible. Le conseil d'administration a notamment l'obligation de sauvegarder les secrets d'affaires, et doit par conséquent s'assurer que les informations sensibles transmises à des tiers, notamment les prêteurs, ne seront pas utilisées ou divulguées au-delà de ce qu'exige la sauvegarde des intérêts légitimes de ces derniers.
- *Pluralité d'emprunteurs.* Lorsqu'il y a plusieurs prêteurs, il convient de définir ceux qui recevront les informations nécessaires à la supervision des affaires de l'emprunteur. Il est fréquent que les prêteurs s'organisent pour déléguer à l'un d'entre eux le soin de gérer la relation de prêt avec l'emprunteur ; on parle alors généralement de prêt syndiqué. Le contrat de prêt, ainsi que le contrat séparé réglant les modalités de la syndication, désigneront généralement un prêteur chargé de coordonner la gestion du prêt : vérification du respect des ratios et autres engagements de l'emprunteur, coordination ou centralisation des paiements, etc. Le contrat réservera le droit des autres prêteurs d'être informés régulièrement, et de consentir à la prise de décisions importantes dans des situations délicates, y compris de possibles modifications contractuelles.
Dans ce contexte, l'emprunteur cherchera à limiter l'étendue des informations partagées avec un large cercle de prêteurs, du moins lorsqu'il n'existe pas de signal d'alarme justifiant une attention accrue de leur part. Il arrive que les contrats de prêt prévoient la possibilité de titriser tout ou partie des créances des prêteurs et, ainsi, de multiplier le nombre de créanciers. Il est judicieux de définir, pour ce cas également, l'étendue des informations que les prêteurs initiaux seront habilités à communiquer aux titulaires des parts de prêt titrisées.
- *Attention du management.* L'emprunteur tentera de limiter les informations à fournir au prêteur de manière à ce qu'elles ne provoquent pas une surcharge inutile pour ses équipes²². Les documents qui sont de toute manière requis dans l'organisation interne de l'emprunteur (comptes annuels, comptes

²¹ À ce sujet, voir notamment DUPASQUIER, p. 40 et réf. cit. en n. 51.

²² DUPASQUIER, p. 32.

et rapports intermédiaires à l'intention du conseil d'administration) seront aisément mis à disposition. En revanche, lors de l'établissement des engagements (*covenants*) et des ratios, l'emprunteur sera bien avisé de s'assurer que les informations nécessaires à leur calcul ou leur vérification soient disponibles sans requérir un travail excessif.

- *Égalité de traitement ?* Le principe d'égalité de traitement applicable aux actionnaires d'une société anonyme ne vise pas les prêteurs. Le droit d'information du prêteur est de nature contractuelle, liant les parties au contrat, de sorte que les droits accordés à un prêteur ne doivent pas nécessairement être étendus à d'autres (prêteurs ou actionnaires). En revanche, le droit de l'insolvabilité vise à la protection égale des créanciers dans la faillite. Ainsi, un prêteur qui a pu, grâce à l'information privilégiée dont il dispose, protéger ses intérêts et obtenir un remboursement à un moment où la société savait (ou devait savoir) qu'elle ne serait pas en mesure de faire face à toutes ses obligations, sera exposé à l'obligation de le restituer à la masse en faillite en vertu des prétentions révocatoires (art. 285 ss LP).
- *Responsabilité du prêteur.* Le prêteur doit prêter garde à ce que les informations qu'il reçoit, et les conséquences que le prêteur en tire, ne l'amènent pas à exercer sur l'emprunteur une influence décisive, au risque de se trouver exposé à une responsabilité d'organe de fait^{23 24}. Sans entrer ici dans les détails de cette responsabilité, hautement casuistique, le prêteur doit être conscient qu'en cas de difficultés financières de l'emprunteur, il s'exposera s'il formule des recommandations sur certaines mesures de

²³ TF, 4A_133/2021 du 26 octobre 2021 : « *La responsabilité fondée sur [l'art. 754 CO] incombe [...] non seulement aux membres du conseil d'administration, mais aussi aux organes de fait, c'est-à-dire à toutes les personnes qui s'occupent de la gestion ou de la liquidation de la société, à savoir celles qui prennent en fait les décisions normalement réservées aux organes ou qui pourvoient à la gestion, concourant ainsi à la formation de la volonté sociale d'une manière déterminante (ATF 132 III 523 consid. 4.5 ; ATF 128 III 29 consid. 3a ; TF, arrêt 4A_294/2020, précité, consid. 3.1). Pour qu'une personne soit reconnue comme administrateur de fait, il faut qu'elle ait eu la compétence durable de prendre des décisions excédant l'accomplissement des tâches quotidiennes, que son pouvoir de décision apparaisse propre et indépendant et qu'elle ait été ainsi en situation d'empêcher la survenance du dommage (ATF 136 III 14 consid. 2.4 ; 132 III 523 consid. 4.5).* »

²⁴ La notion d'organe de fait a pour but de rendre responsable celui « *qui tire les ficelles en coulisses, en se servant de paravents ou d'un homme de paille* ». Les personnes qui peuvent avoir une influence sur la volonté sociale, mais dont les actes visent à protéger leurs intérêts légitimes (p.ex. créanciers, fournisseurs, banques) n'agissent en principe pas dans une position typique d'organe, ce qui doit les protéger contre ce risque de responsabilité, tout en précisant qu'il « *peut en aller différemment si la personne concernée (p.ex. une banque) s'immisce dans la gestion et exerce une influence décisive sur la volonté sociale* » (CR CO II-CORBOZ, art. 754 CO, N 8, 10). Voir aussi ZEN RUFFINEN/BAUEN, p. 324 s. et réf. cit. en n. 1262, ainsi que la thèse de HEINZER consacrée à cette problématique.

redressement, voire s'il exerce des droits de veto que le contrat de prêt pourrait lui réserver. Ainsi, pour le prêteur, le risque de perdre tout ou partie de son prêt se double de celui de devoir répondre vis-à-vis des autres créanciers de l'emprunteur du dommage qu'il pourrait avoir contribué à causer par ses exigences, voire ses suggestions.

4. Quelques contextes typiques

L'information du prêteur prend diverses formes, selon les situations. J'en distingue quatre ci-dessous, sans entrer dans les considérations structurelles de chacune de ces catégories :

- *Prêt bancaire opérationnel*. Dans un tel contexte, la banque se renseignera préalablement à l'octroi du prêt (*due diligence* de l'emprunteur), puis se réservera le droit d'être informée sur la marche des affaires de la société pendant la durée du prêt.
- *Prêt pour financer une acquisition*. Outre l'information sur l'emprunteur, le prêteur devra effectuer une *due diligence* sur la société cible, pour s'assurer du niveau de risque et de la probabilité que les profits générés par l'investissement dans la société cible permettent à l'emprunteur de rembourser le prêt octroyé.
- *Prêts mezzanine*. Pour les prêts à haut risque (notamment des prêts non garantis à des sociétés qui ne sont pas encore profitables, ou qui procèdent à un emprunt important pour développer rapidement leurs activités), le prêteur cherchera généralement à obtenir un accès au conseil d'administration (souvent par un poste d'observateur, moins exposé à la responsabilité que celui d'administrateur²⁵), pour suivre les développements dans une perspective dynamique, et non seulement par des rapports périodiques.
- *Prêts convertibles ou à option*. Certains contrats de prêt permettent à l'emprunteur de convertir tout ou partie du prêt en capital de l'emprunteur (prêts convertibles), ou alors d'obtenir, en plus des intérêts, le droit de souscrire des actions de l'emprunteur à des conditions favorables (*equity kicker*). Ces prêts nécessiteront généralement que le prêteur puisse procéder à une *due diligence* de la société emprunteuse préalablement à l'exercice (ou non) de son droit de conversion ou d'option. Il se réservera en outre des droits d'accès au conseil d'administration à l'instar des prêteurs mezzanine²⁶.

²⁵ DUPASQUIER, p. 39 s.

²⁶ Voir sur cette question la contribution de Frank GERHARD dans cet ouvrage, p. 39 ss.

B. Les clauses d'information contractuelles en général

1. Information au moment de l'octroi du prêt

Avant l'octroi du prêt, le prêteur procédera à un audit (*due diligence*) de l'emprunteur, dont l'ampleur variera en fonction du risque encouru par le prêteur, variant notamment selon la solidité financière de l'emprunteur, la taille de l'emprunt par rapport au bilan de l'emprunteur, les rapports préexistants entre les parties. Cet audit de l'emprunteur portera bien sûr avant tout sur sa situation financière actuelle, mais aussi parfois :

- sur les autres crédits contractés, et les sûretés octroyées, par l'emprunteur dans le cadre d'autres obligations de crédit ;
- sur le plan d'affaires pour déterminer l'usage prévu des fonds empruntés et valider les hypothèses de rentabilité ;
- sur des aspects réglementaires propres au prêteur, notamment les informations sur l'emprunteur de type *know your customer (KYC)*, en matière de lutte contre le blanchiment ou la corruption, de détermination de typologie de la clientèle, *etc.* ;
- sur les aspects de documentation sociale de l'emprunteur (statuts, règlement d'organisation), pour s'assurer que l'emprunteur ait les pouvoirs nécessaires de prendre les engagements au titre du contrat de prêt, notamment la présence de clauses statutaires, voire de décisions sociales, adéquates lorsque des filiales s'engagent comme garantes du prêt²⁷ ;
- sur d'autres aspects typiques de *due diligence* (contrats avec les clients et fournisseurs, immobilier, employés et prévoyance, fiscalité et charges sociales, protection des données, propriété intellectuelle, environnement, *etc.*).

Le contrat prévoira généralement une garantie de l'emprunteur que les informations fournies sont exactes, tant à la date de signature du contrat de prêt qu'à la date de tirage du prêt (en une ou plusieurs fois). L'emprunteur se verra souvent requis de signer à chaque tirage une confirmation expresse que les garanties demeurent valables, la réception par le prêteur de cette confirmation étant une condition à son obligation de mettre les fonds à disposition.

2. Information périodique

L'emprunteur s'engage à fournir régulièrement au prêteur des informations comptables et financières, notamment :

²⁷ Sur ces questions, voir notamment CHENAUX, p. 559 ss.

- des bilans, comptes de résultats, flux de trésorerie périodiques, statutaires et/ou consolidés avec les comptes des filiales ; le prêteur exige parfois que les comptes établis selon les règles du CO soient adaptés à un standard comptable international (IFRS, US GAAP) ou du moins que lui soit remise une liste des points de divergence entre les deux référentiels comptables ;
- les ratios financiers prévus contractuellement, ainsi que des plans de liquidités (souvent sur les 12 prochains mois, en ligne avec les exigences de l'article 958a al. 2 CO sur la continuité d'exploitation) ;
- certains postes spécifiques, tels que les investissements, la structure d'endettement, les postes hors bilan (garanties, *etc.*) et les sûretés.

Le prêteur pourra également être tenu de fournir régulièrement d'autres informations, notamment son budget, la composition de son actionnariat, les rapports des réviseurs et du conseil d'administration à l'assemblée générale, la correspondance échangée avec les réviseurs (*management letters*), voire les rapports de la direction au conseil d'administration.

Certains contrats exigent encore que les organes de l'emprunteur (par exemple le directeur financier) signent périodiquement des déclarations selon lesquelles les engagements sont respectés, les ratios tenus, les primes d'assurances payées.

Des séances d'informations du management à l'intention des prêteurs, ou leur invitation à l'assemblée générale, sont également envisageables, quoique plus rares en pratique²⁸.

La fréquence des informations périodiques sera fonction des relations entre les parties, des risques encourus (ou perçus) par le prêteur. Il n'est pas rare que le contrat prévoie que les rapports soient plus rapprochés et détaillés lorsque la société se trouve en défaut ou qu'elle franchit certains seuils de risques prédéfinis. Alternativement, les prêteurs insistent souvent sur l'exigence contractuelle d'informations fréquentes et détaillées, mais renoncent en pratique à les recevoir dans leur intégralité tant qu'ils estiment avoir un contrôle suffisant du risque.

3. *Information ad hoc*

La plupart des contrats de prêt prévoient également des obligations de l'emprunteur d'informer immédiatement le prêteur de la survenance de certains événements importants.

Le cas principal est celui des *cas de défaut*, notamment le franchissement de ratios, la violation d'engagements (*covenants*), ou l'introduction de procédures

²⁸ DUPASQUIER, p. 39.

d'insolvabilité (dépôt de bilan, requête d'ajournement de faillite ou de sursis concordataire).

Certains *nouveaux développements* doivent être annoncés spontanément, tels que le lancement de nouvelles lignes d'affaires, l'acquisition d'une entreprise, la conclusion, la perte ou la violation de certains contrats importants, la survenance de sinistres (même s'ils sont assurés), des litiges ou procédures importants (notamment en matière environnementale ou en cas d'enquêtes pénales ou administratives ou de litiges avec des employés, du moins lorsque certains seuils de matérialité sont atteints).

De même, l'emprunteur devra informer des importantes évolutions dans son organisation sociale, notamment des modifications statutaires, les mutations au sein du conseil d'administration et de la direction, le changement d'organe de révision, ainsi que des changements significatifs dans l'actionnariat (changement de contrôle, augmentation ou réduction du capital, modification d'une convention d'actionnaires). Dans la mesure où le contrat n'exige pas un consentement du prêteur, ou ne fixe pas au moins le respect de conditions financières minimales, le prêteur sera informé de toute décision de distribution de dividendes.

Enfin, les contrats contiennent fréquemment une clause générale exigeant une information du prêteur sur tout événement ayant un effet négatif important sur la situation de l'emprunteur (*material adverse change*). Cela implique de définir un seuil de matérialité, parfois en pourcentage du total du bilan ou du chiffre d'affaires de la société, mais également par la nature des événements pouvant porter atteinte à l'image ou à la réputation du prêteur.

4. *Information sur demande du prêteur*

Le prêteur peut également se réserver de demander des informations spécifiques, par exemple :

- des entretiens avec la direction de l'emprunteur, en particulier avec son directeur financier ;
- des entretiens avec l'organe de révision ;
- une visite des locaux de l'emprunteur ;
- des renseignements sur tout élément factuel, notamment sur des points requis pour des raisons de *compliance*.

5. *Droit de vérification du prêteur*

Le prêteur se réservera contractuellement le droit de vérifier l'exactitude des informations fournies par l'emprunteur. Ce droit précisera les modalités que le prêteur devra respecter pour exercer son droit, notamment en réglant les heures durant lesquelles la consultation est possible, le délai minimum de préavis avant d'exercer la consultation, ainsi que les mécanismes de sauvegarde des secrets d'affaires de l'emprunteur. À ce dernier égard, les parties pourront prévoir un mécanisme de vérification par un expert indépendant, lequel sera soumis à des obligations de confidentialité envers le prêteur, permettant de valider l'exactitude des éléments fournis par l'emprunteur sans exposer ce dernier à révéler des informations sensibles. Un tel mécanisme contractuel se rapproche du contrôle spécial des articles 697a et suivants CO.

C. **Clauses d'information dans certains contextes particuliers**

1. *Emprunteurs cotés*

Il n'est pas rare que le prêteur exige que l'emprunteur coté lui communique spontanément toutes les informations publiées par ce dernier en vertu des règles applicables à la cotation. À l'inverse, l'emprunteur coté devra introduire dans le contrat de prêt des cautèles à son obligation d'informer : il ne saurait être contraint de divulguer des informations en violation des règles de communication applicables. En particulier, lorsque les informations communiquées au prêteur ne sont pas encore publiques (par exemple parce que la communication d'une transaction au marché est différée en raison d'un besoin légitime d'en conserver le secret²⁹), ce dernier devra s'engager à les maintenir confidentielles et être pris en compte dans l'élaboration du plan d'urgence à mettre en œuvre en cas de fuite.

²⁹ Cf. art. 54 du règlement de cotation de SIX Swiss Exchange : « *L'émetteur doit assurer, en cas d'utilisation d'un report de l'annonce événementielle, au moyen de règles et de processus internes adaptés et clairs, la confidentialité du fait ayant une influence sur les cours pendant toute la durée du report de l'annonce événementielle. En particulier, l'émetteur doit prendre les mesures organisationnelles nécessaires pour que les faits confidentiels soient communiqués uniquement aux personnes qui en ont besoin pour exécuter les tâches qui leur sont confiées. S'il se produit une fuite, le marché doit en être informé immédiatement, conformément aux dispositions de l'art. 53 RC.* »

2. Prêts convertibles ou à option

Les prêts convertibles ou à option sont fréquemment utilisés dans le contexte de sociétés *start-up*, qui ne produisent pas encore de bénéfices et présentent donc des risques significativement supérieurs aux emprunteurs traditionnels. Le prêt convertible est souvent une étape intermédiaire avant la souscription d'actions de la société : le prêteur bénéficie de la protection accordée au créancier jusqu'à la conversion (pour autant qu'il ne soit pas nécessaire de postposer sa créance en raison d'un bilan surendetté), tout en profitant du potentiel de plus-value lié à la détention d'actions en cas de conversion. De plus, le prêt convertible permet de reporter la discussion sur la valorisation de la société à une date ultérieure, soit celle d'un tour de financement sous forme d'actions. Les parties au prêt convertible conviennent alors que la conversion interviendra au moment d'un prochain tour de financement avec un rabais sur le prix de souscription.

Dans ce contexte, il n'est pas rare que le contrat de prêt octroie au prêteur des droits à l'information identiques à ceux que la convention d'actionnaires confère aux actionnaires, notamment l'accès aux rapports du management, ainsi que les documents communiqués au conseil d'administration, aux actionnaires et aux autres créanciers, le cas échéant. En outre, le prêteur se réserve souvent un droit de veto sur certaines décisions importantes de la société, à l'instar d'un actionnaire minoritaire important.

Nous avons déjà évoqué ci-dessus³⁰ le besoin de permettre au titulaire d'une créance de prêt convertible ou de prêt à option de pouvoir procéder à une *due diligence* de l'emprunteur avant de prendre une décision sur l'exercice de son droit de conversion ou d'option.

3. Les crédits COVID

Dans un souci de donner aux entreprises un accès simple et rapide à des aides d'urgence en relation avec les mesures sanitaires dues au COVID-19, la Confédération a fait appel au système bancaire. Elle a ainsi notamment octroyé aux banques suisses, par l'intermédiaire des organismes régionaux de cautionnement, des garanties pour tous les crédits consentis aux entreprises à concurrence de CHF 500'000.–, sans intérêts, moyennant que certaines conditions soient réalisées. Et par souci de gain de temps, les informations fournies par les preneurs de crédit, qui sont pour l'essentiel limitées à la vérification des

³⁰ Cf. *supra*, p. 7.

conditions à l'octroi du crédit, ont été présumées vraies, sans que le prêteur n'ait une obligation (ou une incombance) de les vérifier.

Ce n'est pas le lieu de présenter le système des crédits COVID, mais il paraît intéressant de relever un cas très particulier de fixation par la loi des informations requises de l'emprunteur pour permettre au prêteur de bénéficier de garanties étatiques. La vérification des informations fournies intervient *a posteriori*, par un devoir d'examen imposé à l'organe de révision³¹, ainsi que par des vérifications de l'autorité au moyen de recoupement de données disponibles entre les différents services de l'administration³².

IV. Bibliographie

Peter BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4^e éd., Zurich 2009 ; **Jean-Luc CHENAUX**, Financement intragroupe et Cash Pooling : Quelle évolution ? in RSDA 2017, p. 552 ss ; **Louis DALLÈVES/Bénédict FOËX/Nicolas JEANDIN (éds)**, Poursuite et faillite, Commentaire romand, Bâle 2005 (cité : CR LP-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Ulysse DUPASQUIER**, Le droit aux renseignements de l'investisseur, Reprax 2020, p. 30 ss ; **Boris HEINZER**, La responsabilité de la banque dispensatrice de crédit envers les tiers créanciers de son client, Bâle 2001 ; **Pierre TERCIER/Marc AMSTUTZ/Rita TRIGO TRINDADE (éds)**, Code des obligations II, Commentaire romand, 2^e éd., Bâle 2017 (cité : CR CO II-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Luc THÉVENOZ/Franz WERRO (éds)**, Code des obligations I, Commentaire romand, 3^e éd., Bâle 2021 (cité : CR CO I-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Rolf WATTER/Hans-Ueli VOGT (éds)**, Obligationenrecht II, Basler Kommentar, 6^e éd., Bâle 2022 (cité : BSK OR II-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Marie-Noëlle ZEN RUFFINEN/Marc BAUEN**, Le conseil d'administration, Zurich 2017.

³¹ Art. 23 LCaS-COVID-19 : « Si l'organe de révision du preneur de crédit constate, dans le cadre d'un contrôle restreint ou ordinaire des comptes annuels ou des comptes de groupe, une violation d'une prescription de l'art. 2, al. 2, il lui impartit un délai approprié pour régulariser la situation. Si celle-ci n'est pas régularisée dans le délai impartit, l'organe de révision doit informer l'organisation de cautionnement compétent. »

³² Art. 11 LCaS-COVID-19 : « Les organisations de cautionnement, les donneurs de crédit, les services compétents de la Confédération et des cantons, le CDF et la BNS peuvent traiter, apparier et se communiquer mutuellement les données personnelles et informations nécessaires à la gestion, à la surveillance et au règlement des crédits et des cautionnements fondés sur l'OCaS-COVID-19 et la présente loi ainsi qu'à la prévention, à la lutte et à la poursuite en matière d'abus. »

Equity Kicker

Le meilleur des deux mondes ?

FRANK GERHARD*
Docteur en droit, LL.M., avocat

Table des matières

I. Tour d’horizon	41
A. Fondements	41
1. Contexte.....	41
2. Financement mezzanine.....	43
a) Définition	43
b) <i>Equity Kicker</i>	44
B. Éléments essentiels du financement mezzanine.....	46
1. Caractéristiques	46
2. (Dés-)avantages du financement mezzanine.....	47
a) Point de vue de la société	47
b) Point de vue de l’investisseur.....	48
C. Éléments essentiels de l’ <i>equity kicker</i>	49
1. Composantes.....	49
2. Événements déclencheurs.....	50
II. Panorama des instruments juridiques fondés sur l’apport de fonds étrangers accompagnés d’un equity kicker	51
A. Prêt partiaire	52
B. Prêt avec prime de performance à l’échéance (prêt à paiement unique)	53
C. Participation tacite.....	54
D. Prêt avec attribution de bons de jouissance.....	55
E. Prêt avec droit de conversion	56
F. Prêt avec droit d’option.....	57
III. Questions juridiques – Morceaux choisis.....	58
A. Parties à un instrument de financement mezzanine.....	58
B. Libération des droits de participation.....	59
1. En cas de conversion : libération par compensation avec la créance initiale	59
2. En cas d’option : libération par paiement en espèces	62

C.	Source des droits de participation	63
	1. Acquisition dérivée : livraison d'actions propres	
	(art. 659 ss P-CO)	63
	a) L'émission d'actions propres	64
	b) L'acquisition d'actions propres	65
	c) Les actions propres et l'assainissement.....	65
	2. Acquisition originaire : augmentation du capital.....	66
	a) Généralités.....	66
	b) Augmentation ordinaire du capital	
	(art. 650 <i>cum</i> 652-652h P-CO).....	66
	c) Augmentation au moyen du capital conditionnel	
	(art. 653-653i P-CO)	68
	aa) Le principe	68
	bb) Les bénéficiaires	69
	cc) L'événement déclencheur, en particulier la conversion	
	obligatoire (<i>mandatory</i>)	70
	dd) Les options accordées avant l'inscription du capital	
	conditionnel au registre du commerce	72
	d) Augmentation autorisée du capital	
	(art. 651 <i>cum</i> 652-652h CO).....	73
	3. Après la réforme : la marge de fluctuation du capital	
	(art. 653s-653w P-CO).....	74
	a) En général.....	74
	b) La marge de fluctuation et l'augmentation conditionnelle..	76
D.	Fixation du prix de conversion/d'exercice	77
	1. En général	77
	2. Prix minimum	78
	3. Prix fixe ou variable.....	79
	a) Principe : prix fixe	79
	b) Exception : prix variable	79
	4. Protection de l'actionnaire en cas de prix d'émission	
	inférieur à la valeur de marché	81
	a) Le nouveau droit : art. 652b al. 4 P-CO	81
	b) La situation sous l'ancien droit	82
	c) Les possibilités sous le nouveau droit	85
E.	Exclusion du droit préférentiel de souscription	
	(art. 652b al. 2 P-CO).....	86
	1. Principe.....	86
	2. Mise en œuvre en relation avec des droits de conversion,	
	respectivement d'option, dans le cadre d'opérations	
	d'assainissement	88
F.	Sous-capitalisation et faillite de la société	89
	1. Sous-capitalisation et postposition.....	89

2. Subordination ou postposition ?	90
3. Faillite et risque de requalification du prêt mezzanine	92
IV. Conclusion	93
V. Bibliographie	94
A. Monographies	94
B. Thèses	94
C. Articles dans des revues	95
D. Articles publiés dans des ouvrages collectifs	96
E. Commentaires	96
F. Autres publications	97
G. Textes officiels	97

I. Tour d’horizon

A. Fondements

1. Contexte

Les entreprises ont besoin de financement pour réaliser leurs projets. L’afflux de nouveaux capitaux nécessaires au développement de ces projets peut provenir de l’entreprise elle-même (autofinancement) ou de tiers (financement externe), dans le dernier cas soit sous forme de fonds propres (p.ex. des actionnaires (existants ou nouveaux) ou associés), soit sous forme de fonds étrangers (p.ex. banques, investisseurs externes, fournisseurs, clients ou créanciers obligataires).

En Suisse, pour la majorité des petites et moyennes entreprises (PME), le crédit bancaire est historiquement la principale source d’apports de fonds par opposition à une entrée sur le marché des capitaux. En effet, compte tenu des exigences élevées, notamment en matière de présentation des comptes¹, seule une

* L’auteur remercie Me Léonard Aeschlimann et M. Renat Arjantsev pour l’aide précieuse fournie lors de la préparation et la rédaction de cette contribution.

¹ Cf. l’art. 962 al. 1 ch. 1 de la Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le Code civil suisse (CO), RS 220, et l’art. 51 du Règlement de cotation du 30 juin 2021 de la SIX *Exchange Regulation*, entré en vigueur le 1^{er} octobre 2021 (<<https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/listing-rules/LR-fr.pdf>>, consulté le 1^{er} octobre 2021). Pour un aperçu des normes comptables admissibles selon le CO, cf. l’art. 962a al. 5 CO et l’Ordonnance du 21 novembre 2012 sur les normes comptables reconnues (ONCR), RS 221.432. Pour un aperçu des normes comptables admissibles selon la SIX *Exchange Regulation*, cf. l’art. 6 de la Directive du 27 novembre 2020 concernant Présentation des comptes, entrée en vigueur le 1^{er} octobre 2021, entrée en vigueur le 1^{er} février 2021 (<https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/directives/DFR-fr.pdf>, consulté le 1^{er} octobre 2021). Par ailleurs, depuis le 1^{er} octobre 2021, la SIX *Swiss Exchange* opère le segment SPARKS, un nouveau segment de capital-investissement

minorité de structures peut se présenter sur le marché des capitaux pour y placer des titres et ainsi y lever des fonds.

Toutefois, les possibilités de financement par le crédit bancaire ne sont pas illimitées. En effet, ces dernières années, les banques ont massivement durci leur politique d'octroi de prêt, notamment aussi en raison des contraintes réglementaires auxquelles celles-ci sont elles-mêmes soumises. En outre, il est clair aussi que le crédit bancaire ne convient pas à certaines phases de développement (p.ex. sociétés n'ayant pas de *cash-flows* positifs), ni à certains types d'entreprises (p.ex. sociétés ayant un grand levier entre fonds étrangers et fonds propres, telles que les sociétés LBO, dans lequel cas le financement de l'opérationnel est le plus souvent également mis à disposition par les prêteurs de la dette d'acquisition p.ex. par une *working capital facility*).

Ainsi, lorsque l'augmentation de l'apport des associés existants ou l'augmentation de leur nombre par un apport de fonds propres supplémentaires n'est pas possible ou pas souhaitée, par exemple dans le cas de PME familiales, les sociétés ayant besoin de capitaux doivent chercher des alternatives aux formes traditionnelles de financement.

C'est là et en tant que complément qu'intervient le financement mezzanine.

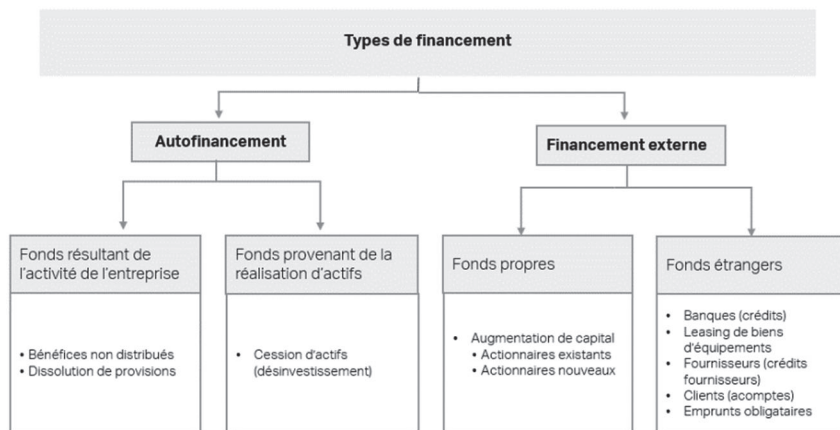


Figure 1 : Modes de financement d'entreprise

dédié aux petites et moyennes entreprises (PME). Ce nouveau segment est conçu pour permettre aux PME de lever des capitaux lors d'offres publiques, tout en permettant aux investisseurs d'exploiter le potentiel de croissance des PME. SPARKS cible les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à CHF 500 millions et prévoit des exigences de cotation plus souples que le marché principal de la SIX : un historique de 2 ans seulement, une base d'actionnaires de 50 investisseurs au minimum, des fonds propres de CHF 12 Mios, ainsi qu'une augmentation de capital de CHF 8 Mios lors de l'entrée en bourse, à moins que les capitaux propres ne soient supérieurs à CHF 25 Mios.

2. *Financement mezzanine*

a) **Définition**

De l'italien « *mezzanino* », le terme « *mezzanine* » désigne en architecture un petit entresol situé entre deux étages ou un niveau intermédiaire dans une pièce haute de plafond².

Dans le contexte de contrats d'apports de fonds à des sociétés, la notion recouvre l'ensemble des formes hybrides de financement des entreprises, hybrides en ce qu'elle associe en principe habilement des éléments de fonds étrangers à des caractéristiques de fonds propres afin de tirer le meilleur des deux mondes !

L'expression « *financement mezzanine* » ne fait donc pas référence à une institution juridique en particulier, mais au contraire à une palette de constructions combinant plusieurs instruments de droit contractuel et de droit des sociétés dans le but de tirer le plus grand profit possible des avantages de chacun d'entre eux et surtout de leur arrangement optimal pour le cas d'espèce³.

Véritable entre-deux, le *financement mezzanine* est en principe un crédit de rang subordonné en cas de liquidation, de succession ou de faillite, en ce sens qu'il cède sa place face à la dette traditionnelle (p.ex. face à un crédit traditionnel octroyé par une banque, appelé « *crédit senior* »), tout en ayant la priorité sur des fonds propres (p.ex. sur un droit de participation détenu par un actionnaire ou un associé).

Juridiquement, la doctrine établit une distinction entre la *mezzanine* au sens large et au sens étroit. La première comprend toutes les formes intermédiaires de financement, qui recouvrent l'ensemble des institutions juridiques entre les fonds étrangers et les fonds propres. La seconde se limite aux instruments hybrides fondés sur des apports de fonds étrangers.

Il convient ainsi de distinguer entre les instruments juridiques fondés sur des apports de fonds étrangers (*Debt Mezzanine*, principe) et ceux basés sur des apports de fonds propres (*Equity Mezzanine*, exception). Les premiers entrent dans la notion de *mezzanine* au sens étroit, alors que la *mezzanine* au sens large recouvre l'ensemble de ces deux catégories. Nous ne traiterons pas des instruments basés sur des apports de fonds propres dans cette contribution.

Légalement, la qualification d'un instrument de *mezzanine* (au sens étroit ou au sens large) n'est pas accompagnée d'effets juridiques spécifiques. En droit suisse,

² LAROUSSE, Définition du mot « *mezzanine* » (<https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/mezzanine/51092>, consulté le 30 septembre 2021).

³ De manière générale, cf. MÜLLER-KÄNEL.

la notion trouve pour seul ancrage légal l'art. 120 al. 2 let. c OPCC⁴. Selon cette disposition, le financement par le capital-risque peut notamment être assuré par un financement mezzanine, défini comme une forme mixte alliant fonds propres et fonds étrangers. La loi n'y attache toutefois pas de conséquences particulières.

b) *Equity Kicker*

Le financement mezzanine se fonde en principe sur un apport de fonds étrangers. Dans un tel cas, en raison du caractère subordonné de sa créance, l'investisseur ne se contentera pas seulement d'un taux d'intérêts sur le capital prêté, mais exigera souvent une forme d'intéressement supplémentaire. Ceci consiste généralement en une prime liée à la performance de l'entreprise sous la forme d'une participation à la réussite de cette dernière avec ou sans possibilité d'entrée au capital social. Dans les deux cas, on peut parler de « *equity kicker* », car la rémunération est à tout le moins partiellement dépendante des *cash-flows* de la société et permet ainsi en général au prêteur de profiter de la plus-value de la société.

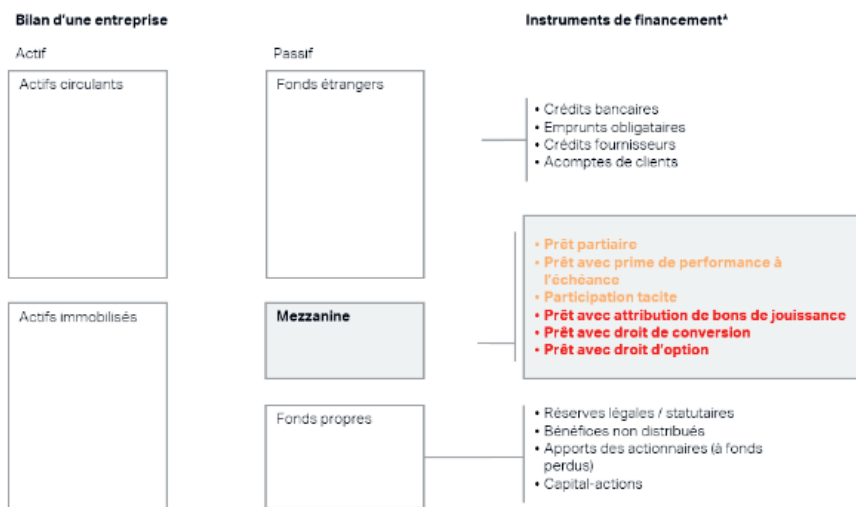


Figure 2 : Financement mezzanine entre fonds étrangers et fonds propres

La rémunération des fonds mezzanine peut être aménagée de manière très souple, soit en cash (« *equity kicker* » *lato sensu*), soit en capital (« *equity kicker* »

⁴ Ordonnance du 22 novembre 2006 sur les placements collectifs de capitaux (Ordonnance sur les placements collectifs, OPCC), RS 951.311.

stricto sensu). La composante d'intérêts peut comprendre un taux fixe pour toute la durée du prêt ou un taux variable en fonction de la performance de l'entreprise ou d'un chiffre-clé à définir ; le paiement des intérêts, lui, peut intervenir en continu ou à intervalle fixe (p.ex. par trimestre ou par année) ou à l'échéance du prêt, à hauteur des intérêts courus, ou au moyen d'une construction dite « *zero cash coupon* »⁵. Dans ce cas, la participation au résultat de l'entreprise est indirecte, car sans entrée effective au capital social.

L'*equity kicker* classique représente un droit d'entrée au capital de la société. Dans ce cas, le financier mezzanine peut participer de manière directe à la plus-value. Les conditions auxquelles l'*equity kicker* peut être exercé sont fixées entre la société et l'investisseur avant ou au début de la période de financement. En ce sens, un *equity kicker* est la possibilité contractuellement prévue pour un investisseur faisant un apport de fonds étrangers de participer à la plus-value potentielle de la société. Il existe deux méthodes principales pour donner vie à l'*equity kicker* : le droit de conversion et le droit d'option. Le premier est la faculté pour l'investisseur de transformer son prêt (y compris intérêts) fait à la société (fonds étrangers) en droits de participation de celle-ci (fonds propres). Le second est la possibilité pour lui d'acquérir des droits de participation de la société (fonds propres), cela en sus de son prêt fait à la société et des intérêts convenus (fonds étrangers).

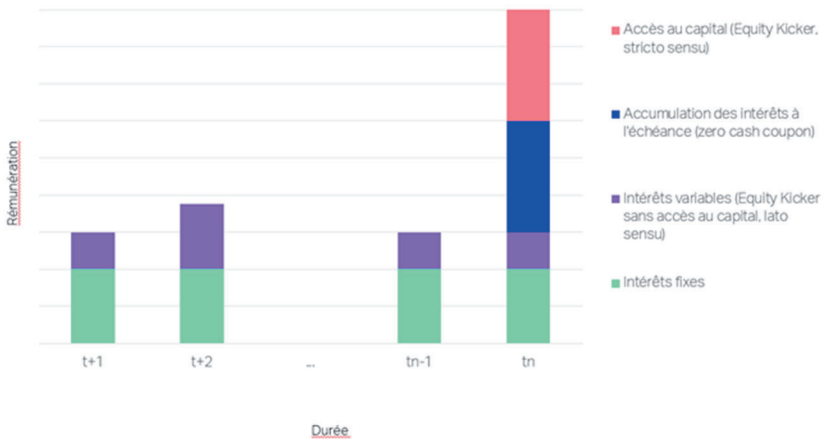


Figure 3 : Aménagement possible de la rémunération des fonds mezzanine

⁵ Le « *zero cash coupon* » – appelé aussi « *payment in kind* » (paiement en nature) ou « *loan with deferred interest* » (prêt à intérêt différé) – prévoit que le paiement des intérêts ne se fait pas en continu mais à l'échéance du prêt, à hauteur des intérêts courus. Cette mesure évite des sorties de trésorerie et permet à l'entreprise de conserver, dans un premier temps, les liquidités nécessaires.

B. Éléments essentiels du financement mezzanine

1. Caractéristiques

Combinant des éléments de fonds étrangers et de fonds propres, la mezzanine profite des avantages des premiers tout en se voyant octroyer des privilèges en principe réservés aux seconds.

Juridiquement, le prêt mezzanine est qualifié de fonds étrangers. Il bénéficie donc des mêmes avantages fiscaux, à savoir de la possibilité pour la société emprunteuse de déduire de son bénéfice imposable les intérêts versés à l'investisseur mezzanine. Ce prêt se distingue néanmoins par une durée d'octroi des capitaux plus longue qu'un crédit classique, ainsi que par l'absence de sûretés. De plus, le bailleur de fonds ne peut en principe pas participer à la formation de la volonté de la société, à tout le moins pas avant l'exercice de son *equity kicker* lui permettant d'accéder au capital social.

S'ajoute à cela le caractère subordonné du prêt mezzanine. Par définition prioritaire sur les fonds propres de par sa qualification juridique, le prêt mezzanine est néanmoins subsidiaire par rapport aux autres éléments de fonds étrangers, en ce sens qu'il ne sera remboursé qu'après ceux-ci. Cette subordination peut être convenue à l'égard de tout ou d'une partie seulement des autres bailleurs de fonds, qui sont ainsi prioritaires (*senior*). Dans le premier cas, la subordination aura les effets que la loi lui octroie, notamment en cas de surendettement selon l'art. 725b al. 2 P-CO⁶. Dans le deuxième cas, la subordination ne vaut qu'entre les parties concernées qui auront conclu un *intercreditor agreement*.

Économiquement, de par sa subordination, le prêt mezzanine est cependant assimilé à des fonds propres. Cette caractéristique permet à la société de l'inscrire comme tel au bilan et de disposer librement de ces capitaux, à la différence des fonds étrangers, dont l'affectation est en général contractuellement limitée.

⁶ Dans cette contribution, lorsque des références sont faites au droit des sociétés, nous faisons déjà référence au nouveau droit de la société anonyme, Code des Obligations (droit de la société anonyme), Modification du 19 juin 2020, RO 2020 4005, même si son entrée en vigueur n'est actuellement prévue que pour 2023.

	Crédit classique	Mezzanine	Fonds propres
Subordination	Non	En principe oui, de manière générale ou seulement à l'égard des parties concernées	Oui
Point de vue économique	Fonds étrangers	Quasi-fonds propres	Fonds propres
Point de vue juridique	Fonds étrangers	Fonds étrangers	Fonds propres
Effet fiscal	Intérêts débiteurs déductibles	Intérêts débiteurs déductibles	Impôt sur le capital
Co-gestion de l'investisseur	Aucune co-gestion directe	Aucune co-gestion directe	Co-gestion directe
Durée	4-5 ans, limitée	5-8 ans, limitée	Pérennelle
Sûretés	En principe oui	En principe non	Non
Affectation	Fixée par contrat	Non fixée	Non fixée

Figure 4 : Caractéristiques des fonds mezzanine par rapport aux autres formes de financement

2. (Dés-)avantages du financement mezzanine

a) Point de vue de la société

L'assimilation économique du prêt mezzanine à des fonds propres permet à la société d'améliorer son bilan, et donc sa santé financière, en augmentant la part de fonds propres, et ce sans toutefois diluer, du moins immédiatement, les droits de participation des propriétaires actuels du capital social et surtout sans possibilité concrète d'influence de l'investisseur sur la gestion de l'entreprise.

De plus, la modularité des instruments de financement mezzanine octroie à la société une plus grande marge de manœuvre pour aménager la rémunération du bailleur de fonds (p.ex. par le paiement de l'ensemble des intérêts à l'échéance du prêt), ceci dans un but de garder dans l'intervalle le *cash-flow* nécessaire au maintien et au développement de ses activités.

Fiscalement, la qualification juridique de l'emprunt mezzanine comme fonds étrangers permet de déduire les intérêts versés du bénéfice imposable et ainsi de réaliser une économie d'impôts.

Toutefois, la mise en place d'un contrat de financement utilisant des instruments mezzanine prend plus de temps et engendre ainsi plus de frais qu'un emprunt bancaire classique. En sus, l'investisseur prenant un risque plus élevé qu'un bailleur de fonds étrangers ordinaire, il sera en position d'exiger un taux

d'intérêt supérieur et davantage d'informations sur l'évolution des performances de l'entreprise, ainsi que sur les décisions stratégiques prises par la société. Enfin, la mise à disposition des fonds reste limitée dans le temps, à la différence des fonds propres ordinaires.

b) Point de vue de l'investisseur

Par rapport aux bailleurs de fonds ordinaires, l'investisseur mezzanine supporte une plus grande part de risques, notamment en raison de la subordination de sa créance et de la durée, généralement plus longue, de son prêt à la société.

L'acceptation de telles modalités est toutefois motivée par un espoir de rendement plus élevé que dans le cas d'un prêt classique. Ces modalités permettent ainsi à l'investisseur mezzanine de négocier des taux d'intérêts supérieurs, un aménagement de sa rémunération, un droit d'information plus étendu que celui à disposition des autres créanciers, ou encore un *equity kicker*, qui peut alors concrètement le faire profiter d'une amélioration des performances de l'entreprise, ainsi que d'une possible plus-value.

En effet, la rémunération des autres bailleurs de fonds ordinaires est déterminée à l'avance et ne dépend en principe pas de l'évolution de la situation financière de la société, hormis la faillite bien entendu. Cette stabilité est assurément une sécurité confortable. C'est pourtant précisément à elle que l'investisseur mezzanine (aventureux) renonce – vu le caractère habituellement subordonné du prêt – au profit d'une possibilité de voir son gain démultiplié par la réussite du projet entrepreneurial auquel il a prêté des fonds.

Si l'entreprise ne fait pas honneur aux espoirs (et aux fonds) placés en elle et que les résultats sont en-deçà des attentes, l'investisseur mezzanine ne fera alors pas usage de son *equity kicker* (dans l'hypothèse d'un droit de conversion ou d'option) ou verra les gains relatifs à celui-ci être moindres (dans l'hypothèse d'une participation sans entrée effective au capital social).

Sa créance étant qualifiée de dette, il sait être remboursé certes après les autres prêteurs (en raison de la subordination de sa prétention), mais en tous les cas avant les propriétaires de capital social, les controverses relatives aux cas de faillite étant réservées⁷.

Si au contraire l'entreprise fait bon usage des capitaux prêtés et que sa performance s'envole, l'investisseur mezzanine sera alors en première position pour profiter (dans l'hypothèse d'une participation sans entrée effective au capital

⁷ Pour le surplus, cf. *infra* III.F.

social), respectivement mettre en œuvre (dans l'hypothèse d'un droit de conversion ou d'option) son *equity kicker* afin d'accélérer son gain.

En ce sens, l'*equity kicker* est la véritable pierre angulaire du financement mezzanine. Elle permet en effet à l'investisseur mezzanine de jouer en même temps sur les deux tableaux que sont les fonds étrangers et les fonds propres, et ainsi de profiter du meilleur des deux mondes !

C. Éléments essentiels de l'*equity kicker*

1. Composantes

Sous la forme d'une participation à la performance de l'entreprise sans entrée effective au capital social, l'*equity kicker* est un droit conventionnel à une rémunération supplémentaire en principe dépendante pour son versement et pour son montant de l'augmentation de la valorisation de la société.

Sous la forme d'une participation à la performance de l'entreprise avec entrée effective au capital social, il peut être question de transformation de fonds étrangers en fonds propres (droit de conversion), respectivement d'acquisition de nouveaux droits de participation (droit d'option). Dans les deux cas, le ratio de conversion déterminera la part du capital social qu'obtiendra l'investisseur lors de l'exercice du droit convenu.

Le ratio de conversion détermine le nombre de titres de participation que l'investisseur peut obtenir lorsqu'il convertit l'obligation, respectivement exerce le droit d'option. Plus le ratio est élevé, plus le nombre de droits de participation échangés ou reçus par titre de dette est important. Le ratio de conversion est déterminé au moment de l'émission du titre de dette et a un impact sur le prix relatif de ce dernier. Le ratio est calculé en divisant la valeur nominale du titre de dette par le prix de conversion, respectivement d'exercice du droit d'option⁸.

La formule du ratio de conversion est donc la suivante : Ratio de conversion = Valeur nominale du titre de dette / Prix de conversion ou d'exercice du droit d'option sur les titres de participation.

En sus de ces modalités matérielles, l'*equity kicker* est un droit contractuel dont l'exercice est en principe encadré par d'autres conditions, notamment temporelles : sa mise en œuvre doit avoir lieu au cours d'une période d'exercice, qui

⁸ VON SALIS-LÜTOLF, Private Equity, N 800.

peut se définir par l'écoulement du temps ou par un élément déclencheur lui aussi contractuellement convenu⁹.

Dans l'hypothèse d'un droit de conversion ou d'option, la valeur intrinsèque de l'*equity kicker* est fonction de sa valeur d'expiration, à savoir de la période durant laquelle le droit contractuel peut encore être exercé, et de sa valeur d'exercice, définie comme la différence entre son prix d'exercice et la valeur réelle du droit de participation sous-jacent acquis¹⁰.

2. Événements déclencheurs

L'exercice d'un droit de conversion ou d'option est dans la plupart des cas tributaire de la manifestation unilatérale et autodéterminée de volonté de son titulaire ; manifestation soumise à réception par la société¹¹. En ce sens, il est donc ici question d'une condition potestative à l'exercice du droit¹².

En pratique, la mise en œuvre d'un *equity kicker* est aussi souvent subordonnée à un événement déclencheur (*trigger*) particulier, comme p.ex. l'écoulement du temps, la vente ou un changement de contrôle de la société¹³, la (non-) réalisation d'objectifs financiers (p.ex. (non-)atteinte d'un certain chiffre d'affaires dans un délai convenu) ou opérationnels (p.ex. (non-)obtention d'une autorisation de mise sur le marché d'un produit de la société)¹⁴, la non-réalisation de tests bilanciaux¹⁵, l'accomplissement d'une levée de fonds propres par la société¹⁶,

⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, N 799.

¹⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, N 801.

¹¹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, N 799.

¹² DUPASQUIER, N 1257.

¹³ P.ex. en cas de prêt convertible à une société cotée en bourse ou en situation de LBO. Le prêt peut alors jouer le rôle de mesure de défense (*poison pill*) pour l'emprunteur. Sur ce sujet, cf. DUBS.

¹⁴ Il s'agit d'une alternative p.ex. à un *contingent value right* (CVR), car l'entrée dans le capital pourrait se faire avec une décote dans ce cas-là. Sur ce sujet, cf. GERHARD, *Contingent*.

¹⁵ Ceci est p.ex. le cas des *contingent convertible bonds* émis par les banques, qui sont convertis automatiquement en fonds propres si la banque émettrice ne remplit plus certains critères de capitalisation au bilan (*core capital ratio*). Sur ce sujet, cf. BÖSCH/LEISINGER ; REUTTER/RAUN.

¹⁶ Ceci est p.ex. le cas d'instruments KISS et SAFE, l'innovation juridique est venue de l'accélérateur de start-ups américain *Y Combinator*, sous la forme d'un titre hybride joliment nommé SAFE pour « *simple agreement for future equity* », respectivement du fonds de venture capital 500 Startups sous la forme d'un titre hybride également joliment nommé KISS pour « *keep it simple security* ». Il s'agit d'un contrat par lequel l'investisseur met des fonds à disposition d'une start-up immédiatement en échange des titres de participation à un prix qui sera déterminé lors de la prochaine augmentation de capital, sous réserve d'un plancher (*floor*), un plafond (*cap*) et une remise sur le prix de conversion/d'exercice. Sur ce sujet, cf. GERICKE/MARTI.

voire encore la chute du cours de bourse à certaines conditions fixées à l'avance¹⁷.

Enfin, aux côtés du modèle de la conversion volontaire, la conversion en fonds propres peut aussi être obligatoire ou automatique, dès la survenance d'un événement objectif ou objectivement vérifiable¹⁸. Ainsi, dans le cas d'une société non cotée en bourse, l'investisseur se fera en général rémunérer pour le risque supplémentaire accepté par un intérêt augmenté ou par une décote sur le prix de marché des actions.

Enfin, dans le cas particulier des instruments mezzanine fondés sur des apports de fonds propres, qui ne font pas l'objet de la présente contribution, l'existence d'une levée de fonds ultérieure à une valorisation inférieure de la société à celle d'un tour de financement antérieur impliquera souvent le déclenchement de l'*equity kicker* afin d'acquérir de nouveaux droits de participation dans le but de compenser la perte de valeur engendrée par la valorisation inférieure (*weighted* ou *full ratchet*)¹⁹.

II. Panorama des instruments juridiques fondés sur l'apport de fonds étrangers accompagnés d'un *equity kicker*

En principe, le financement mezzanine se fonde sur des apports de fonds étrangers accompagnés d'un *equity kicker*, ce qui peut permettre au bailleur de fonds étrangers d'acquérir des droits de participations et d'entrer au capital social. De manière atypique et principalement dans d'autres pays, il est possible d'utiliser des instruments basés sur des apports de fonds propres avec des aménagements contractuels faisant tendre la situation du propriétaire de capital social vers celle d'un créancier bailleur de fonds étrangers. Nous ne traiterons toutefois pas de cette question dans la présente contribution.

¹⁷ Ceci est aussi le cas des *contingent convertible bonds* émis par les banques sous les auspices des règles de protection du capital. Un autre exemple sont les *equity lines* mises en place par certains investisseurs spécialisés et qui permettent à la société de se financer en émettant, dans le cadre d'un programme prédéfini, un certain nombre d'actions ou d'obligations convertibles à un investisseur qui s'est contractuellement engagé à souscrire dites actions ou obligations convertibles. Un exemple d'un tel investisseur est la société *Nice & Green SA* à Nyon. Sur ce sujet, cf. REUTTER/WEBER, Capital,

¹⁸ On parle alors de conversion obligatoire (*mandatory convertible*). Pour le surplus, cf. *infra* III.C.2.c)cc).

¹⁹ Sur le *ratchet* dans les financements de *venture capital*, cf. GERICKE ; DUPASQUIER, N 863.

Les instruments que nous allons décrire ne sont pas équivalents en termes de risque et de rendement. Le rendement étant par définition fonction du risque, il est possible de représenter leur relation dans un ordre croissant de risque (et dès lors de rendement potentiel) comme suit : le prêt partiaire (*infra A*), le prêt à paiement unique (*infra B*), la participation tacite (*infra C*), le prêt avec attribution de bons de jouissance (*infra D*), le prêt avec droit de conversion (*infra E*) et le prêt avec droit d'option (*infra F*).

Les trois premiers instruments ne confèrent pas la possibilité d'entrée au capital social alors que les trois derniers le confèrent.

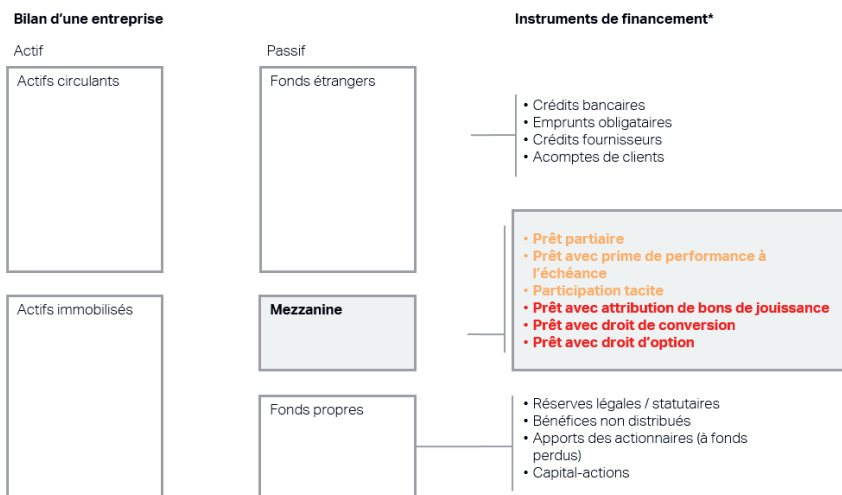


Figure 5 : Panorama des instruments juridiques fondés sur l'apport de fonds étrangers accompagnés d'un equity kicker

A. Prêt partiaire

Le prêt partiaire (« *partiarische Darlehen* », « *participating/profit/turnover related loan* ») est une mise à disposition de fonds, dont les intérêts se basent non pas sur le montant prêté, mais en fonction du bénéfice réalisé par l'entreprise et dépassant un seuil contractuellement convenu²⁰.

Cette participation à la performance de l'entreprise peut se concrétiser sous la forme d'un pourcentage du bénéfice ou du chiffre d'affaires réalisé par la société ou d'un montant défini à l'avance, qu'il s'agisse d'un nombre choisi

²⁰ BSK OR I-MAURENBRECHER/SCHÄRER, art. 312, N 37 ; CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312, N 6 ; BAUMANN, p. 187 ; VON SALIS-LÜTOLF, Start-Ups, p. 218.

arbitrairement ou un pourcentage de la somme prêtée. Il est aussi possible de convenir d'un taux intérêt dépendant du chiffre d'affaires réalisé ou d'intérêts différents en fonction d'une séparation du chiffre d'affaires en paliers²¹.

L'*equity kicker* prend ici la forme d'une participation à la performance de l'entreprise sans entrée effective au capital social. De ce fait, en l'absence de potentielle prise de droits de participation dans la société, cet instrument est bien plus simple à mettre en place et présente moins de risques de dilution de leurs droits pour les fondateurs et autres actionnaires existants²².

En revanche, les perspectives de gains de l'investisseur mezzanine sont limitées, tant par l'absence de paiement d'intérêts indépendants de la performance de l'entreprise (le bailleur de fonds prend ainsi le risque de n'obtenir aucune rémunération pour sa mise à disposition de capitaux), que parce que le versement des intérêts partiariaires est tributaire d'une, voire de plusieurs conditions, à savoir de l'atteinte d'objectifs financiers déterminés, respectivement du bénéfice ou du chiffre d'affaires réalisé par la société (le bailleur de fonds prend ainsi un autre risque de n'obtenir aucune rémunération pour sa mise à disposition de capitaux, ou à tout le moins de ne faire que de maigres gains si les résultats de l'entreprise sont en-deçà des attentes)²³.

L'investisseur mezzanine avisé souhaitant utiliser un prêt partiaire sera attentif à faire aménager un droit d'information adéquat, afin notamment de pouvoir surveiller l'évolution de la performance de l'entreprise, mais aussi et surtout de vérifier le calcul de sa rémunération²⁴.

Dans ce contexte et à défaut de convention contraire des parties au contrat de prêt partiaire, la doctrine préconise l'application par analogie de l'art. 322a CO, qui concerne la participation du travailleur au résultat de l'exploitation, pour déterminer les informations auxquelles l'investisseur peut prétendre et le devoir de confidentialité y relatif auquel il est soumis²⁵.

B. Prêt avec prime de performance à l'échéance (prêt à paiement unique)

Le prêt à paiement unique (« *einmalige Gewinnzahlung* », « *back ended fee* » ou « *exit performance premium* ») est une mise à disposition de fonds, pour laquelle le bailleur touche non seulement des intérêts, mais

²¹ DUPASQUIER, N 1297.

²² DUPASQUIER, N 1288 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, N 765.

²³ BSK OR I-MAURENBRECHER/SCHÄRER, art. 312, N 37.

²⁴ BSK OR I-MAURENBRECHER/SCHÄRER, art. 312, N 38a.

²⁵ DUPASQUIER, N 1301 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, N 645.

également un rendement supplémentaire conditionné et dépendant de l'atteinte par la société d'un résultat contractuellement convenu²⁶.

En ce sens, cet instrument juridique peut être vu comme le mélange entre un prêt ordinaire (dont le bail de fonds est rémunéré par des intérêts fondés sur la somme octroyée) et un prêt partiaire (dont le gain réalisé par le prêteur est directement corrélé au succès de la société).

Ici aussi, l'*equity kicker* prend la forme d'une participation à la performance de l'entreprise sans entrée effective au capital social²⁷. Les considérations relatives aux avantages et aux inconvénients d'une telle structure du financement mentionnées dans le contexte du prêt partiaire (*supra* A) sont essentiellement les mêmes²⁸, si ce n'est que les perspectives de rémunération de l'investisseur mezzanine sont meilleures dans le cas du prêt à paiement unique, car il sait qu'il recevra à tout le moins les intérêts convenus, indépendamment de la performance de l'entreprise. Pour le surplus, un renvoi est fait à ce qui a été dit pour le prêt partiaire (*supra* A).

C. Participation tacite

Aussi appelée société tacite ou participation/association occulte, la participation tacite (« *stille Beteiligung* », « *silent partnership* » ou « *silent participation* ») est l'accord par lequel un ou plusieurs associés tacites/occultes investissent dans l'activité économique d'un ou de plusieurs associés principaux par un apport de fonds dans l'entreprise en échange d'une participation aux gains. Les associés tacites et principaux peuvent être des personnes physiques ou morales²⁹.

Le but de la participation tacite est de camoufler l'investissement des associés occultes aux yeux des tiers, dès lors que seuls les associés principaux apparaissent et s'engagent en leur nom et pour leur compte. Les associés tacites sont néanmoins plus que de simples bailleurs de fonds étrangers, dès lors qu'ils possèdent, grâce à la société occulte, un droit indirect de participer à la gestion de l'entreprise et à la prise de certaines décisions stratégiques³⁰.

Juridiquement, la participation tacite est une forme particulière de société simple (« *reine Innengesellschaft* », « *undisclosed partnership* »). Elle se voit

²⁶ BSK OR I-MAURENBRECHER/SCHÄRER, art. 312, N 37 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, N 756 ss.

²⁷ FRICK, p. 303.

²⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, N 757.

²⁹ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 15, N 52 ; BÖHI, p. 42.

³⁰ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 15, N 52.

appliquer pour l'essentiel les dispositions y relatives (art. 530-551 CO), à l'exception de quelques aménagements nécessaires de par sa définition³¹. En effet, celle-ci implique notamment l'intégration de l'apport de l'associé tacite dans le patrimoine de l'associé principal et un statut inégal entre ces différents types d'associés en matière d'administration et de représentation.

Ici aussi, l'*equity kicker* prend la forme d'une participation à la performance de l'entreprise sans entrée effective au capital social (pour l'associé occulte). Toutefois, à la différence du prêteur partiaire (*supra* A) ou à paiement unique (*supra* B), l'associé occulte dispose d'une possibilité certes indirecte, mais néanmoins concrète d'influencer la formation de la volonté de la société³².

Du point de vue de la société, l'existence potentielle d'une telle structure juridique pose le risque qu'un concurrent ou qu'un autre tiers malintentionné devienne l'associé occulte d'un actionnaire existant ou d'un nouvel arrivant au capital social, qui serait alors l'associé apparent. Ce risque peut être limité par l'insertion d'une clause par laquelle le (nouveau) titulaire de droits de participation déclarerait ne pas être partie à une participation tacite et ne pas le devenir³³.

D. Prêt avec attribution de bons de jouissance

En substance, un bon de jouissance est un droit de participation qui octroie à son titulaire certains droits patrimoniaux³⁴. Selon le texte légal (art. 657 P-CO) (inchangé), il ne peut être octroyé qu'à certaines catégories de personnes d'ores et déjà liées à l'entreprise, dont les créanciers de la société³⁵.

Un bon de jouissance peut être utilisé à titre d'*equity kicker* dans notamment deux contextes, pas nécessairement exclusifs. Premièrement, le bon peut compléter ou remplacer la rémunération du bailleur de fonds (remise d'un bon de jouissance, contenant p.ex. un droit au dividende et/ou à une part de liquidation, à la place ou en sus du paiement des intérêts conventionnels)³⁶. Deuxièmement, le bon peut être utile en matière d'assainissement (attribution d'un bon de jouissance, incorporant p.ex. un droit préférentiel de souscription pour des droits de participations de la société emprunteuse, en échange de l'acceptation par l'investisseur de la subordination de sa créance et de la prolongation de

³¹ DUPASQUIER, N 1362 ; WEBER, N 27.

³² MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, § 15, N 52.

³³ DUPASQUIER, N 1365.

³⁴ BSK OR II-RAMPINI/SPILLMANN, art. 657, N 1.

³⁵ BSK OR II-RAMPINI/SPILLMANN, art. 657, N 2 ; DUPASQUIER, N 1358.

³⁶ DUPASQUIER, N 1359.

l'échéance du prêt)³⁷. Dans le premier cas, le bailleur de fonds est récompensé pour sa confiance, dans le second pour sa patience. Dans les deux cas, la remise d'un tel bon de jouissance revient matériellement à l'octroi d'un droit d'option.

E. Prêt avec droit de conversion

Aussi appelé prêt convertible, le prêt avec droit de conversion (« *Wandeldarlehen* », « *convertible loan* ») est un apport de fonds étrangers auquel est contractuellement rattaché le droit de transformer ce dernier en droits de participation de la société³⁸. La créance en remboursement découlant du prêt s'éteint lors de l'exercice du droit de conversion, car elle compense l'apport par définition nécessaire à la libération des droits de participation³⁹.

Par définition, le droit de conversion ne peut pas permettre l'obtention de bons de jouissance, car ceux-ci ne peuvent pas être émis contre un apport qui peut être inscrit à l'actif du bilan⁴⁰.

L'évidence peut faire sourire : l'*equity kicker* prend ici la forme d'un droit de conversion. Un tel prêt permet à l'investisseur mezzanine de changer de casquette : de bailleur de fonds étrangers subordonnés, il passe à propriétaire de fonds propres. La perte du droit au remboursement de sa créance est ainsi remplacée par l'obtention de droits de participation de la société⁴¹.

Le prêt avec droit de conversion sous sa variante de souscription obligatoire (auquel cas ce n'est plus un droit, mais une obligation de l'investisseur mezzanine) est aussi utilisé en matière d'assainissement, car un tel bail de fonds peut être comptablement qualifié de quasi-fonds propres, compte tenu de la conversion prévue et obligatoire en droits de participation⁴². Il n'est donc pas remboursable.

Enfin, il peut aussi être utilisé aux fins de financement de jeunes pousses. À titre d'exemples, citons les KISS (« *Keep It Simple Securities* ») et SAFE (« *Simple Agreement for Future Equity* »), notamment utilisés en droit états-unien dans le domaine du capital-risque⁴³. Le but de ces méthodes de financement est de mettre rapidement des fonds à disposition de la société, en utilisant une approche similaire au prêt convertible à conversion obligatoire.

³⁷ BSK OR II-RAMPINI/SPILLMANN, art. 657, N 1 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 592 ; DUPASQUIER, N 1359-1361.

³⁸ BSK OR I-MAURENBRECHER/SCHÄRER, art. 312, N 41a.

³⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, N 757 ; FRICK, p. 264.

⁴⁰ DUPASQUIER, N 1359.

⁴¹ LOMBARDINI, p. 639.

⁴² VON DER CRONE, *Aktienrecht*, N 603.

⁴³ Sur la mise en œuvre en droit suisse de ces instruments, cf. GERICKE/MARTI, p. 71 ss.

F. Prêt avec droit d'option

Le prêt avec droit d'option (« *Optionsdarlehen* », « *warrant* » ou « *stock option loan* ») est un apport de fonds étrangers auquel est contractuellement rattaché le droit d'acquérir des droits de participation de la société, libérés lors de l'exercice du droit par le paiement du prix d'exercice⁴⁴.

Par définition, le droit d'option ne peut pas permettre l'obtention de bons de jouissance, car ceux-ci ne peuvent pas être émis contre un apport qui peut être inscrit à l'actif du bilan.

L'instrument contient un indice révélateur : l'*equity kicker* prend ici la forme d'un droit d'option. Permettant à l'investisseur mezzanine de devenir propriétaire de droits de participation de la société sans pour autant renoncer à sa créance en remboursement et aux éventuels intérêts convenus, le droit d'option est la consécration ultime de l'*equity kicker*.

Deux modalités sont essentielles pour que l'investisseur mezzanine puisse bénéficier en toute sérénité du beurre et de l'argent y relatif : la liberté d'exercice de son droit d'option et la mise en place d'instruments de droit des sociétés visant à garantir son entrée au capital.

Concernant la première modalité, les parties peuvent en effet convenir que la souscription est obligatoire, auquel cas l'investisseur n'est plus libre de renoncer à l'exercice de son droit d'option, y compris en cas de dégradation des résultats de la société. Dans ce cas, le titulaire serait obligé d'exercer son option et de faire un apport de fonds propres.

Concernant la seconde modalité, le droit d'option est et reste matériellement un outil de droit contractuel. Il peut donc voir sa mise en œuvre être mise à mal par le comportement malhonnête d'un partenaire contractuel récalcitrant, auquel cas la mise en place parallèle et préalable d'un instrument de droit des sociétés, à l'exemple du capital conditionnel qui permet au titulaire de l'option d'accéder directement aux fonds propres de la société sans que cette dernière n'ait à agir, est donc conseillée par mesure de précaution du point de vue de l'investisseur.

L'utilisation du prêt avec droit d'option en matière d'assainissement est par définition plus limitée, dès lors que ce bail de fonds ne saurait être qualifié de quasi-fonds propres. En effet, le droit d'option implique un autre apport de fonds subséquent afin de libérer les droits de participation acquis. En ce sens, le bail de fonds initial est et reste un fonds étranger⁴⁵.

⁴⁴ BSK OR I-MAURENBRECHER/SCHÄRER, art. 312, N 41b ; VON SALIS-LÜTOLF, Private Equity, N 831.

⁴⁵ FRICK, p. 305 ss.

III. Questions juridiques – Morceaux choisis

A. Parties à un instrument de financement mezzanine

Un instrument de financement mezzanine met toujours en jeu au moins deux parties : la société et l'investisseur. Peuvent aussi intervenir, p.ex. par la conclusion d'autres contrats, les actionnaires existants et les autres bailleurs de fonds étrangers, en principe prioritaires par rapport au prêteur mezzanine.

Le financement mezzanine prend d'ordinaire la forme d'un apport de fonds étrangers. En droit, cela se concrétise par un contrat de prêt au sens des art. 312-318 CO, conclu entre la société, représentée par son conseil d'administration selon l'art. 718 al. 1 P-CO (inchangé), et l'investisseur.

L'octroi d'un *equity kicker* peut toutefois permettre à l'investisseur mezzanine de convertir sa créance en droits de participation (*equity kicker* sous forme de droit de conversion), respectivement d'en acquérir à des conditions convenues à l'avance (*equity kicker* sous forme de droit d'option). Une entrée possible au capital impacte ainsi aussi les actionnaires existants.

Dans ce contexte, afin de garantir l'exercice sans accroc d'un tel *equity kicker*, il peut arriver que les actionnaires existants et l'investisseur mezzanine concluent un contrat d'investissement et de souscription avec la société⁴⁶. Il s'agit d'un contrat innomé *sui generis* réglant la prise de participation par l'investisseur mezzanine au capital de la société emprunteuse⁴⁷. En pratique cependant, il est souvent renoncé à un tel contrat, seul un contrat de prêt est signé entre la société et l'investisseur et l'entrée au capital se fait directement sur la base du capital conditionnel (ou autorisé, ou marge de fluctuation dans le nouveau droit des sociétés) existant, qui détermine aussi les conditions auxquelles le droit de souscription préférentiel des actionnaires existants peut être exclu. Si aucun des instruments susmentionnés n'existe, une augmentation de capital ordinaire sera nécessaire ; dans ce cas-là, un prêteur prudent exigera un engagement des actionnaires existant de voter favorablement à cette augmentation.

En revanche, il est recommandé que la cohabitation ultérieure entre les actionnaires existants d'une part, et le nouvel arrivant suite à l'exercice de l'*equity kicker* d'autre part, soit réglée par une convention d'actionnaires, que ce soit par la conclusion d'un nouveau contrat ou l'admission du nouveau prêteur mezzanine en tant que partie à une convention d'ores et déjà existante.

⁴⁶ FRICK, p. 305 ss.

⁴⁷ DUPASQUIER, N 1233.

Le prêt mezzanine étant le plus souvent subordonné aux prétentions des autres prêteurs ordinaires, ces derniers ont un intérêt à s'assurer que cette différence de priorité soit bien ancrée, pour ne pas dire encrée, dans le contrat liant la société à l'investisseur mezzanine. S'ils ne peuvent ou ne veulent pas être partie au contrat liant la société à l'investisseur mezzanine, les autres créanciers prioritaires exigeront la conclusion d'une convention *ad hoc* garantissant la priorité de leurs prétentions face à celles de l'investisseur mezzanine, un contrat entre créanciers financiers (*intercreditor agreement*).

B. Libération des droits de participation

1. En cas de conversion : libération par compensation avec la créance initiale

Dans le cadre de l'exercice d'un droit de conversion, la prétention en remboursement du capital mis à disposition par l'investisseur mezzanine libère par compensation les droits de participation dont l'attribution par la société a été contractuellement convenue lors du financement.

Comptablement, il s'agit d'une « *permutation de passifs sans augmentation d'actifs* »⁴⁸. Les fonds étrangers diminuent du montant de la créance et les fonds propres augmentent d'autant. Cet effet est particulièrement prisé en matière d'assainissement d'entreprises, car il permet d'améliorer le rapport fonds étrangers-fonds propres et donc la santé financière de la société⁴⁹.

Juridiquement, l'opération prend la forme d'une compensation ordinaire au sens des art. 120 ss CO⁵⁰, sous réserve de l'exclusion des créances litigieuses et des créances prescrites (art. 120 al. 2 et 3 CO), qui ne peuvent pas être apportées en compensation d'une créance libératoire vu qu'elles ne sont pas disponibles⁵¹. Du point de vue du droit des sociétés, selon l'art. 624 al. 1 P-CO (inchangé), applicable tant lors de la fondation que lors d'une augmentation de capital par le renvoi de l'art. 652c P-CO (inchangé), les actions ne peuvent pas être émises à un cours inférieur à celui du pair. Cela signifie que le prix de conversion de la dette par action ne peut pas être en-dessous de la valeur nominale de l'action. Selon ce principe, la valeur nominale des actions libérées ne peut donc être supérieure au montant de l'unité de dette convertie.

⁴⁸ DUPASQUIER, N 1239, se fondant sur CHENAUX/PFISTER, p. 152.

⁴⁹ CRAMER, art. 634a, N 33.

⁵⁰ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 652c, N 3 & 4a.

⁵¹ Cf. art. 634 P-CO en relation avec l'art. 959 al. 2 CO ; FF 2017 353, p. 443 ; CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 634a, N 22 ; VON DER CRONE, Aktienrecht, N 637.

Le nouvel art. 634a P-CO codifie la libération par compensation, qui n'était réglée que de manière lacunaire, et ce faisant codifie la pratique actuelle tout en clarifiant plusieurs points controversés⁵². Cette nouvelle disposition clarifie que, contrairement à la libération en espèces, lors de la conversion, la libération par compensation ne doit plus être effectuée auprès d'une banque, ainsi que l'admissibilité d'une libération du capital-actions par compensation en cas d'augmentation de capital, en particulier dans le but d'assainir la société. Certains auteurs considèrent que la libération par compensation ne peut avoir lieu que lorsque la créance à compenser est couverte entièrement par les actifs de la société à assainir. Une augmentation du capital au moyen d'une compensation alors que la société est surendettée reviendrait à admettre une émission au-dessous du pair, c'est-à-dire avec une valeur de marché inférieure à la valeur nominale, ce qui est interdit⁵³. Le projet du nouveau droit des sociétés donne toutefois raison à juste titre à la doctrine majoritaire⁵⁴, qui affirme que la libération par compensation doit également être possible pour une société surendettée, et affirme dans ce sens qu'il n'est pas nécessaire que la créance devant être compensée par la créance libératoire soit couverte par les actifs de l'entreprise. Selon le Message, il est donc possible de compenser des créances dépréciées, car ce qui compte, c'est que malgré cette perte de valeur, la compensation entraîne une diminution des dettes de la société, et améliore par conséquent sa situation économique⁵⁵. Il paraît donc judicieux, du point de vue économique, d'autoriser la libération par compensation dans ces cas également. Les dispositions relatives à la solvabilité, à la perte de capital et au surendettement sont réservées. Rien ne vient notamment restreindre les obligations du conseil d'administration visées aux art. 725 ss P-CO. Bien entendu, les compensations avec des créances dépréciées restent interdites lors de la fondation.

En matière de publicité, du point de vue de la société, selon l'art. 652e ch. 2 P-CO (inchangé), le conseil d'administration doit rendre compte de l'existence de la dette et de la réalisation des conditions nécessaires à sa compensation dans un rapport d'augmentation écrit. De plus, la libération par compensation doit être inscrite au registre du commerce (art. 45 al. 2 let. c ORC⁵⁶) mais ne fait pas l'objet d'une publicité dans les statuts. Cela changera avec le nouveau droit : à l'instar de la libération par apports en nature en droit actuel déjà, la libération par compensation devra également figurer dans les statuts de la société (art. 634a al. 3 P-CO), ce qui implique que ces

⁵² FF 2017 353, p. 443.

⁵³ AESCHLIMANN/MARTI, p. 864.

⁵⁴ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 652c, N 4 ; BSK OR II-WATTER, art. 753, N 8 ; VONDER CRONE, Aktienrecht, § 13, N 52 ss ; HK-GERICKE/LAMBERT, art. 652c, N 6 ; CRAMER, art. 634a, N 36.

⁵⁵ FF 2017 353, p. 443.

⁵⁶ Ordonnance sur le registre du commerce (ORC) RS 221.411.

informations seront désormais publiques en Suisse et ce pour une durée d'au moins dix ans⁵⁷. Devront en particulier figurer dans les statuts le montant de la dette compensée, le nom du nouvel actionnaire ainsi que le nombre d'actions reçues en retour (art. 634a al. 3 P-CO). Selon le Message, en cas d'inobservation des dispositions sur la publicité dans les statuts et dans le registre du commerce, la libération est frappée de nullité⁵⁸. Cette exigence de publicité ne s'appliquera vraisemblablement qu'en lien avec l'augmentation ordinaire du capital et la marge de fluctuation du capital, et non pas en lien avec le capital conditionnel. En effet, le Message prévoit que le système de l'augmentation au moyen de capital conditionnel n'est pratiquement pas modifié par la révision⁵⁹. Dans la mesure où la publicité des ayants droit de droits de conversion et d'option représente un changement de grande ampleur, il convient de conclure qu'une telle modification n'était pas l'objet de la révision. De plus, les nouvelles dispositions pertinentes en matière de capital conditionnel (art. 652 al. 2 et 653g P-CO) ne permettent pas de conclure, en cas de libération par compensation, à la nécessité d'adapter les statuts en conséquence⁶⁰. De plus l'exigence de publicité de leur identité pourrait avoir un effet dissuasif pour les investisseurs, impactant de manière négative par exemple les opportunités d'assainissement ainsi que le financement de start-ups⁶¹. Par ailleurs, cette exigence serait impraticable pour les obligations convertibles émises en bourse. En effet, les sociétés émettrices n'ont pas d'informations sur l'identité des investisseurs, à moins que les investisseurs eux-mêmes informent activement la société en question, et lui demandent à être inscrits comme actionnaires. Finalement, si les investisseurs devaient effectivement informer la société de leur nom lors de l'exercice de leur droit de conversion, et celle-ci l'inscrire dans ses statuts, les sociétés cotées devraient lister des centaines voire des milliers d'investisseurs dans leurs statuts, ce qui n'est pas praticable⁶².

Finalement, tout comme l'augmentation de capital au moyen de fonds propres ou contre des apports en nature, la libération par compensation en cas d'augmentation de capital devra désormais faire l'objet d'une décision de l'assemblée générale prise à la majorité qualifiée conformément à l'art. 704 al. 1 ch. 3 P-CO⁶³.

⁵⁷ FF 2017 353, p. 444, suivant en cela un postulat de la doctrine, *cf.* GLANZMANN, *Verrechnungslieberung*, p. 16 ss.

⁵⁸ FF 2017 353, p. 444.

⁵⁹ FF 2017 353, p. 452.

⁶⁰ FF 2017 353, p. 452.

⁶¹ REUTTER/HAMMER, p. 306 ss.

⁶² Sur ce sujet, *cf.* Thomas U. REUTTER *et al.*, *Debt-equity swaps : will all convertible loan and bond investors in Switzerland soon be required to publicly disclose their identity ?* *Advestra Insights*, August 30, 2021 (<<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=d2b3c3b3-c433-4887-a6e8-202e114acf2b>>, consulté le 30 septembre 2021).

⁶³ FF 2017 343, p. 444.

2. *En cas d'option : libération par paiement en espèces*

Dans le cadre de l'exercice d'un droit d'option, la prétention en remboursement du capital mis à disposition subsiste, tout comme celle en paiement d'éventuels intérêts conventionnels. La libération des droits de participation devant être attribués par la société découle d'un nouvel apport de fonds de la part de l'investisseur, prenant souvent la forme d'un paiement en espèces.

Comptablement, les nouveaux capitaux font augmenter tant les actifs (espèces) que les passifs (fonds propres). En l'absence d'autre opération et s'agissant en substance d'une nouvelle entrée au capital, l'exercice d'un droit d'option fait augmenter la prévalence de l'apport de liquidités et des fonds propres, ce qui est notamment utile et bénéfique en matière de manque de liquidités de l'entreprise, mais laisse subsister la dette et n'assainit le bilan que dans la mesure du nouvel apport de fonds propres. De manière pratique toutefois, il est peu probable qu'un investisseur mezzanine exerce son droit contractuel lorsque la société va mal. Il préférera alors le confort de son statut de bailleur de fonds étrangers et réclamera le remboursement de son prêt.

Toutefois, en pratique, les termes et conditions de l'emprunt stipulent souvent que l'option peut être compensée avec l'emprunt lors de la souscription de l'action afin de régler le prix de souscription. Dans ce cas, celle-ci se rapproche fortement de l'obligation convertible⁶⁴.

Juridiquement, du point de vue du droit des sociétés, l'art. 633 P-CO, applicable tant lors de la fondation que lors d'une augmentation de capital par le renvoi de l'art. 652c P-CO (inchangé), prévoit que les apports en espèces doivent être faits auprès d'une banque au sens de la LB⁶⁵, ainsi que par leur mise à disposition exclusive à la société. L'art. 653^e al. 2 P-CO (inchangé en substance) applicable au capital conditionnel contient une réglementation similaire. Les règles sur l'interdiction de la libération en-dessous du pair (art. 624 al. 1 P-CO) (inchangé) sont évidemment également applicables.

L'al. 3 de l'art. 633 P-CO précise différents aspects de la libération en espèces. Tout d'abord, ont qualité d'apports en espèces les versements effectués dans la monnaie dans laquelle le capital-actions est fixé (p.ex. libération en USD d'un capital-actions fixé en USD, ce qui sera possible sous le nouveau droit). Ensuite, les versements effectués dans une autre monnaie librement convertible ont aussi qualité d'apports en espèces (p.ex. libérations en EUR et en USD d'un

⁶⁴ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, N 1270.

⁶⁵ Loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne (Loi sur les banques, LB) RS 952.0.

capital-actions fixé en francs) ; cela correspond à la pratique des autorités du registre du commerce depuis 1999⁶⁶.

En outre, il convient de rappeler que conformément à l'art. 629 al. 2 ch. 3 P-CO, les fondateurs doivent constater dans l'acte constitutif que, au moment de sa signature, les apports effectués remplissent les exigences légales et statutaires. Ils doivent constater que les apports effectués dans une monnaie autre que celle dans laquelle le capital-actions est fixé couvrent le montant des apports à effectuer si l'on applique le taux de change en vigueur au moment de la constatation⁶⁷.

Enfin, la libération en espèces dans une monnaie étrangère est à distinguer de la fixation du capital-actions dans une monnaie étrangère, dont la possibilité sera introduite par le nouveau droit (art. 621 P-CO).

C. Source des droits de participation

Suite à l'exercice du droit de conversion, respectivement d'option, et à la libération nécessaire (*supra* B), la société doit livrer à l'investisseur mezzanine les droits de participation convenus. Pour ce faire, elle peut puiser dans ceux déjà existants dont elle est propriétaire au sens de l'art. 659 CO. On parle alors d'acquisition dérivée (*infra* 1)⁶⁸. Alternativement, il sera possible de passer par le mécanisme d'augmentation (*infra* 2), respectivement de marge de fluctuation (*infra* 3) du capital. On parle alors d'acquisition originaire⁶⁹.

En ce sens, l'acquisition originaire fait référence aux droits de participation que l'investisseur mezzanine libère lui-même, là où l'acquisition dérivée signifie qu'il acquiert des droits de participation d'ores et déjà libérés, que ce soit par les fondateurs, d'autres actionnaires ou la société elle-même⁷⁰.

1. Acquisition dérivée : livraison d'actions propres (art. 659 ss P-CO)

La société peut elle-même acquérir ses actions soit à titre originaire, par le biais d'une augmentation de capital dans laquelle l'entreprise souscrit

⁶⁶ THALMANN, p. 19 ss ; HK HRegV-SIFFERT/TAGMANN, art. 43, N 20.

⁶⁷ FF 2017 353, p. 441.

⁶⁸ BSK OR II-LENZ/VON PLANTA, art. 659, N 4 ; MEYER/ZELLER, p. 185.

⁶⁹ BSK OR II-LENZ/VON PLANTA, art. 659, N 4 ; MEYER/ZELLER, p. 185.

⁷⁰ DUPASQUIER, N 608.

elle-même aux nouvelles actions, soit de manière dérivée, à savoir sur le marché auprès de tiers détenteurs d'actions⁷¹.

a) L'émission d'actions propres

Il est possible pour la société d'acquérir ses propres actions à titre originaire⁷², par exemple en procédant à une augmentation de capital par libération en espèces ou par conversion de fonds propres librement disponibles (art. 652d P-CO) (inchangé en substance), afin de les tenir à disposition de potentiels investisseurs qui exerceraient un droit d'option ou de conversion. En pratique, les registres du commerce exigent que la souscription d'actions par la société elle-même soit prévue par la décision de l'assemblée générale concernant l'augmentation de capital et le rapport du conseil d'administration – obligatoire vu que le droit de souscription préférentiel est forcément exclu – devra faire rapport de cette souscription. Ces actions sont des actions dites de réserve (*Vorratsaktien*)⁷³. Il s'agit d'actions qui sont donc créées, non encore mises en circulation, et pour lesquelles le droit de souscription préférentiel a été exclu⁷⁴. Les actions de réserve peuvent être souscrites soit par la société émettrice elle-même ou par une société-fille, soit par un tiers à titre fiduciaire⁷⁵. En cas d'exercice par l'investisseur de son droit de conversion, respectivement d'option, la société pourra alors lui céder les actions de réserve, sans devoir passer à nouveau par une procédure d'augmentation du capital⁷⁶.

La pratique distingue entre actions de réserve libres et actions de réserves liées : les premières ne sont, comme leur nom le laisse entendre, pas liées à une quelconque finalité, et sont simplement mises à libre disposition du conseil d'administration, « pour utilisation dans le but de la société ». Les secondes sont, elles, liées à un but spécifique, prédéfini par l'assemblée générale⁷⁷. Ce but spécifique peut par exemple consister en la garantie de droits de conversion ou d'option⁷⁸. Dans la mesure où le droit de souscription préférentiel des actionnaires ne peut, selon l'art. 652b al. 2 P-CO (inchangé en substance), être supprimé qu'en présence de justes motifs, seules les secondes sont admissibles lorsque les actions ont été créées par la société elle-même⁷⁹.

⁷¹ MEYER/ZELLER, p. 185.

⁷² Sur ce sujet récemment, cf. FEUSI.

⁷³ CRAMER, art. 651, N 31.

⁷⁴ CHABLOZ, N 768.

⁷⁵ REUTTER/WEBER, *Wandelanleihen*, p. 151.

⁷⁶ REUTTER/WEBER, *Wandelanleihen*, p. 151.

⁷⁷ FEUSI, p. 417 ; VISCHER, p. 325.

⁷⁸ FEUSI, p. 417.

⁷⁹ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 651, N 13 ; REUTTER/WEBER, *Wandelanleihen*, p. 151.

Tout comme l'acquisition par la société d'actions propres auprès de tiers détenteurs d'actions (*infra* b)), la création d'actions propres est soumise aux restrictions contenues aux art. 659 ss P-CO (inchangé en substance). La société est donc en particulier liée par le plafond des 10 % du capital-actions inscrit au registre du commerce prévu à l'art. 659 al. 2 P-CO, ainsi que par l'obligation de disposer de réserves librement disponibles à hauteur du prix d'émission des actions propres⁸⁰. Ces cautions sont par ailleurs également applicables aux actions de réserve détenues par une société-fille ou des tiers à titre fiduciaire⁸¹.

b) L'acquisition d'actions propres

Les actions propres peuvent également être détenues par la société à titre dérivé : c'est le cas notamment lorsque les actions ont été acquises sur le marché ou auprès d'un tiers spécifique⁸². Bien que théoriquement possible, il ne fait que peu de sens pour la société d'acquérir les titres nécessaires auprès d'actionnaires existants (actions qui auraient été sécurisées par la société au préalable par un contrat d'option) ou sur le marché, au regard avant tout du peu de moyens dont elle est censée disposer⁸³. Toutefois, dans certains cas de figure, le rachat par la société de ses propres actions peut avoir du sens, notamment pour alimenter des programmes de participation des employés.

Il est rappelé que la valeur nominale de l'ensemble des actions propres détenues par la société ne peut dépasser 10 % de son capital-actions, et que toute acquisition d'actions propres ne peut se faire que si fonds propres librement disponibles à hauteur du prix d'acquisition sont existants (*cf.* art. 659 ss P-CO). Le droit de vote lié aux actions propres et les droits qui leur sont attachés sont suspendus ; cette règle s'applique aussi lorsque les actions propres sont aliénées dans le cadre d'un prêt de titres, d'une pension de titres ou d'un acte juridique comparable (art. 659a al. 2 P-CO)⁸⁴.

c) Les actions propres et l'assainissement

Lorsque le but de la conversion est l'assainissement, les actions propres déjà détenues ne conviennent que dans une mesure limitée comme

⁸⁰ REUTTER/RAUN, N 40 ; FEUSI, p. 417 ; *cf.* également l'art. 652d CO.

⁸¹ CRAMER, art. 651, N 32.

⁸² BSK OR II-LENZ/VON PLATA, art. 659, N 4 ; MEYER/ZELLER, p. 6 ; REUTTER/RAUN, p. 39 ss.

⁸³ REUTTER/RAUN, N 40. Par rapport à la création d'actions propres qui peut se faire à la valeur nominale, l'acquisition d'actions propres auprès de tiers se fera en principe à la valeur de marché desdits titres.

⁸⁴ VISCHER, p. 328.

« actif sous-jacent » d'un instrument mezzanine. Étant donné qu'une vente d'actions propres déjà émises ne représente en principe qu'un échange d'actifs et n'entraîne pas d'augmentation des actifs ou d'« extension du bilan », les actions propres ne sont que, mais au moins, adaptées aux cas où l'accent est mis sur le renforcement de la substance par une pure injection de liquidités. En sus, si le prêt est convertible et pas seulement à option, alors l'exercice du droit de conversion améliorera évidemment la position bilancielle de la société vue que la dette disparaîtra du fait de la conversion.

2. *Acquisition originaire : augmentation du capital*

a) **Généralités**

Afin d'octroyer son dû à l'investisseur, la société peut aussi émettre de nouveaux droits de participation dans le cadre d'une augmentation du capital. Ces nouveaux droits devront alors être libérés directement par le titulaire du droit de conversion, respectivement d'option.

Selon le projet de révision du droit de la société anonyme, l'augmentation peut être ordinaire (*infra* b)), conditionnelle (*infra* c)) ou avoir lieu dans le cadre de la marge fluctuation du capital (*infra* 3), cette dernière remplaçant le capital autorisé (*infra* d)).

b) **Augmentation ordinaire du capital (art. 650 *cum* 652-652h P-CO)**

L'augmentation ordinaire du capital est décidée par l'assemblée générale, puis exécutée par le conseil d'administration. Cette décision de l'assemblée générale est caduque en l'absence d'inscription de l'augmentation ordinaire du capital au registre du commerce dans les six mois qui suivent la décision de l'assemblée générale (droit actuel : trois mois) (art. 650 al. 1 et 3 P-CO).

L'art. 650 al. 2 P-CO énumère de manière définitive les différents contenus sur lesquels l'assemblée générale doit se prononcer, en particulier le montant nominal, ou le cas échéant le montant nominal maximal⁸⁵ de l'augmentation du capital-actions (ch. 1), le nombre (le cas échéant le nombre maximal), la valeur nominale et l'espèce des actions à créer ainsi que les privilèges attachés à certain catégories d'actions (ch. 2), le prix d'émission ou (comme il est d'usage

⁸⁵ Selon la doctrine en vigueur, il est permis de spécifier un montant maximum au lieu du montant exact de l'augmentation, cf. BÖCKLI, § 2, N 59 ; VON DER CRONE, Kapitalerhöhungen, p. 1 ss ; FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 52, N 66.

dans les sociétés ouvertes au public) l'autorisation donnée au conseil d'administration de le fixer, ainsi que le moment à partir duquel les actions nouvelles donneront droit à des dividendes (ch. 3) qui font partie du contenu obligatoire. Dans le cas d'apports en nature et également dans le cas de libération par compensation d'une créance, une évaluation de l'apport en nature ou le montant de la créance à compenser sont également requis (ch. 4 et 5).

En ce qui concerne l'augmentation de capital soumise à un plafond, il n'y a pas de risque de croisement irrégulier entre l'augmentation ordinaire et l'augmentation autorisée (à l'avenir la marge de fluctuation du capital) puisque, dans le cadre de l'augmentation soumise à un montant maximal, l'assemblée générale décide de celle-ci (al. 1) et charge le conseil d'administration de l'effectuer à hauteur des actions souscrites sans lui déléguer de compétences, notamment pour déterminer le montant final de l'augmentation ou le nombre d'actions à émettre. Le conseil d'administration n'a donc pas de liberté d'action.

En pratique, compte tenu des formalités susmentionnées et des frais administratifs y relatifs, il ne fait que peu de sens pour une société de procéder à une augmentation ordinaire de son capital pour chaque exercice d'un droit de conversion, respectivement d'option, d'autant plus que l'augmentation de capital doit être inscrite dans les six mois (droit actuel : trois mois) après la décision de l'assemblée générale et qu'en principe il n'y a pas de garantie que l'assemblée générale vote la création des actions. C'est pourquoi la doctrine reconnaît la possibilité de procéder à une seule et unique augmentation ordinaire pour plusieurs droits de conversion, respectivement d'option mis en œuvre⁸⁶.

L'émission de nouvelles actions à partir du capital conditionnel ou de la marge de fluctuation offre des avantages pratiques dans la mise en œuvre. Dans ce cas (à condition que la marge de fluctuation ou le capital conditionnel requis existe déjà, ce qui sera en pratique une condition afin de pouvoir conclure un prêt mezzanine), aucune assemblée générale des actionnaires n'est nécessaire et le conseil d'administration peut donc organiser l'émission des actions rapidement.

⁸⁶ DUPASQUIER, N 1274.

**c) Augmentation au moyen du capital conditionnel
(art. 653-653i P-CO)**

aa) Le principe

Le capital conditionnel est l'instrument prédestiné pour servir de sous-jacent à un *equity kicker* octroyé à un prêteur mezzanine pour les raisons mentionnées ci-après.

La réglementation actuelle sur l'augmentation du capital-actions au moyen du capital conditionnel n'est pratiquement pas modifiée. Seuls quelques ajustements et précisions y sont opérés⁸⁷.

L'assemblée générale peut décider une augmentation conditionnelle de son capital en accordant dans ses statuts aux actionnaires, aux créanciers d'obligations d'emprunt ou d'obligations semblables, aux travailleurs, aux membres du conseil d'administration de la société ou d'une autre société du groupe ou à des tiers le droit d'acquérir des actions nouvelles (droits de conversion et d'option) (art. 653 al. 1 P-CO). Le capital-actions augmente ensuite de plein droit au moment et dans la mesure où les droits de conversion ou d'option sont exercés et où les obligations d'apport sont remplies en espèces ou par compensation : une intervention de la société ou une inscription au registre du commerce n'est donc pas nécessaire. Il convient donc de distinguer deux phases (art. 653 al. 2 P-CO).

En premier lieu, l'assemblée générale décide de permettre l'émission de droits de conversion, respectivement d'option, par le biais d'une modification statutaire insérant une clause de capital conditionnel. La loi ne prescrit pas de limitation temporelle à une telle clause. Le montant nominal dont le capital-actions peut être augmenté au moyen d'un capital conditionnel ne doit pas dépasser la moitié du capital-actions inscrit au registre du commerce (art. 653a P-CO). La précision qu'il s'agit du capital-actions « inscrit au registre du commerce » permet d'harmoniser la disposition avec l'art. 653s al. 2 P-CO sur la marge de fluctuation et avec l'art. 656b al. 1 P-CO sur le capital-participation.

Cette décision est une décision importante de l'assemblée générale et nécessite donc de recueillir au moins les deux tiers des voix attribuées aux actions représentées et la majorité absolue des valeurs nominales représentées (art. 704 al. 1 ch. 4 P-CO).

En second lieu, le montant du capital-actions augmente automatiquement lorsqu'un créancier titulaire d'un droit de conversion, respectivement d'option, décide d'exercer son droit. L'augmentation de capital intervient donc au compte-gouttes, au gré de l'exercice des déclarations de conversion par le(s)

⁸⁷ FF 2017 353, p. 452.

créancier(s). Ce changement est répercuté dans les statuts selon l'art. 653g al. 1 P-CO et au registre du commerce selon l'art. 48 al. 1 let. c ORC sur renvoi de l'art. 52 al. 3 ORC, ces deux dispositions devant être lues conjointement avec l'art. 653h P-CO. Il est précisé que l'inscription au registre du commerce n'est que déclaratoire.

bb) Les bénéficiaires

La lettre de la loi en vigueur limite actuellement à deux le nombre de catégories de personnes qui peuvent bénéficier des droits de conversion, respectivement d'option. En effet, seuls sont autorisés à devenir titulaires de tels droits les créanciers de nouvelles obligations d'emprunt ou semblables, ainsi que les travailleurs (art. 653 al. 1 CO).

Le texte légal actuel ne mentionne notamment ni les créanciers ordinaires, ni les fournisseurs, pas plus que les membres du conseil d'administration ou les actionnaires, alors même que ce sont toutes des personnes qui en pratique pourraient bénéficier d'une augmentation de capital au moyen d'un capital conditionnel.

Le législateur a donc décidé de donner suite à la pratique qui a bien évolué depuis l'introduction de la disposition légale en 1992 et qui admet le caractère trop restrictif de la loi dans le sens d'une interprétation bien plus large⁸⁸. Par exemple, la pratique actuelle autorise déjà l'émission d'options dites gratuites ou d'actionnaires dans le cadre d'une augmentation au moyen d'un capital conditionnel ; il est également courant d'attribuer des options aux membres du conseil d'administration dans le cadre de leur rémunération. Désormais, l'art. 653 al. 1 P-CO prévoira de façon plus libérale que le droit d'acquérir des actions nouvelles (droits de conversion et d'options) peut également être octroyé aux actionnaires, aux membres du conseil d'administration de la société ou d'une autre société du groupe ou même à des tiers, le *numerus clausus* des potentiels bénéficiaires étant ainsi aboli⁸⁹.

Par cette modification, la problématique sous le droit actuel des options nues, à savoir les options dont le sous-jacent est du capital conditionnel, mais qui sont accordées à des personnes qui ne sont ni des créanciers obligataires, ni des travailleurs, disparaît⁹⁰. Ceci représente un changement significatif et un assouplissement bienvenu. L'ouverture du cercle des destinataires est susceptible de

⁸⁸ DUPASQUIER, N 1279.

⁸⁹ FF 2017 353, p. 452 & 633.

⁹⁰ Sur la problématique historique et sa résolution avec l'entrée du nouveau droit de la société anonyme, cf. FF 2017 353, p. 452, ch. 2.1.6 ; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 653, N 18 ; BÖSCH/LEISINGER, p. 8.

revêtir une importance particulière dans le contexte de l'assainissement d'une société, où les créanciers qui sont prêts à renoncer à une partie de leur créance peuvent désormais se voir accorder des options pour souscrire aux actions de la société à assainir⁹¹.

cc) L'événement déclencheur, en particulier la conversion obligatoire (*mandatory*)

L'exercice du droit de conversion ou d'option traditionnel est soumis à l'annonce par le créancier à la société qu'il entend exercer son droit : il s'agit une condition potestative⁹². Ainsi, à la différence de l'augmentation ordinaire du capital (*supra* b)) et de l'augmentation basée sur la marge de fluctuation du capital (*infra* 3), c'est la décision du créancier titulaire du droit de conversion, respectivement d'option, qui fait effectivement augmenter le capital. Selon les conditions y afférentes, il peut aussi décider de ne pas exercer son droit ou de ne pas exercer la totalité de ses droits de conversion, respectivement d'option⁹³.

Au cours des dernières années, la Suisse a connu un essor des emprunts convertibles obligatoires (*Mandatory Convertible Bonds*)⁹⁴. Contrairement aux emprunts convertibles et à option traditionnels, les emprunts à conversion obligatoire ne requièrent pas de déclaration du créancier. La conversion a lieu de manière automatique, en cas de survenance d'un événement déclencheur, tel qu'une date d'échéance, un retard dans le paiement ou la faillite de la société émettrice⁹⁵. Dans un tel cas, le créancier perd le droit de choisir s'il souhaite ou non convertir sa créance, et la conversion a lieu, même si les actions ont perdu toute leur valeur⁹⁶.

D'après l'art. 653e CO, la conversion ne pourrait avoir lieu qu'à l'initiative du créancier, sous forme d'une déclaration écrite, adressée à la société⁹⁷. Afin de répondre aux besoins de la pratique, le projet de révision prévoit que l'exigence du caractère écrit de la déclaration du créancier sera supprimée et que la forme à respecter pourra être déterminée dans les statuts. Il sera notamment possible d'autoriser le recours à des moyens électroniques (art. 653b al. 1 ch. 7 P-CO)⁹⁸. Par ailleurs, en matière de conversion obligatoire, la pratique a largement

⁹¹ REUTTER/HAMMER, p. 304.

⁹² DUPASQUIER, N 1257 ; URBEN, p. 245.

⁹³ CHENAUX/DUMMERMUTH, p. 13.

⁹⁴ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 653, N 10a.

⁹⁵ REUTTER/RAUN, p. 53 ; REUTTER/WEBER, Wandelanleihen, p. 153.

⁹⁶ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 653, N 10a.

⁹⁷ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 653e, N 1 ; REUTTER/WEBER, Wandelanleihen, p. 153.

⁹⁸ FF 2017 353, p. 453.

renoncé à l'exigence de la déclaration d'exercice du créancier : en règle générale, les conditions de l'obligation déterminent par avance le moment d'une éventuelle conversion obligatoire. Cette condition est d'autant plus inadaptée dans le contexte du négoce d'actions en bourse⁹⁹. En pratique, le contrat de prêt convertible ou les conditions générales d'exercice du droit de conversion prévoient qu'en cas de survenance de l'évènement prédéfini ou d'appel par la société émettrice, les investisseurs sont réputés avoir accepté que le *Share Delivery Agent*, c-à-d. la banque suisse au sens de l'art. 653^e al. 2 CO, effectue cette conversion¹⁰⁰. Toutefois, malgré les suggestions formulées en ce sens lors de la procédure de consultation¹⁰¹, le nouveau droit ne tient toujours pas compte de la pratique relative à la conversion obligatoire, ce qui est regrettable à notre avis.

Finalement, en ce qui concerne la libération des obligations convertibles, le droit actuel prévoit que la libération des apports en espèces ou par compensation s'effectue auprès d'un établissement soumis à la LB (art. 653^e al. 2 CO). Cette disposition a été modifiée en ce sens que sous le nouveau droit, seuls les apports en espèces doivent être déposés auprès d'une banque, non plus la déclaration d'exercice par le créancier qui vaut libération par compensation. La protection offerte par l'attestation de vérification d'un expert-réviseur agréé est suffisante pour assurer la protection du public et des créanciers (art. 653f P-CO). En ce sens, le texte se conforme à la pratique actuelle selon laquelle la déclaration de compensation par le créancier est adressée à la société contre laquelle le droit d'option ou de conversion est exercé¹⁰². En sus, dans la pratique des sociétés cotées en bourse, c'est à travers le système bancaire qu'a lieu l'exercice de la plupart des droits de conversion et d'option¹⁰³. Concrètement, les clients appellent leur banque en sollicitant l'exercice de leur droit de conversion ou d'option, ensuite de quoi la banque soumet elle-même une déclaration d'exercice à la société, respectivement à la banque chargée de procéder à l'exécution. Le client dispose alors des titres dans les jours qui suivent¹⁰⁴.

⁹⁹ REUTTER/WEBER, *Wandelanleihen*, p. 153.

¹⁰⁰ BÖSCH/LEISINGER, p. 13.

¹⁰¹ HOMBURGER, *Vernehmlassung Aktienrecht*, p. 23.

¹⁰² CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 653e, N 4.

¹⁰³ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 653e, N 5.

¹⁰⁴ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 653e, N 4 ; CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 653e, N 5.

dd) Les options accordées avant l'inscription du capital conditionnel au registre du commerce

En pratique, l'augmentation de capital au moyen d'un capital conditionnel est très souvent exécutée en relation avec des prêts accompagnés de droits de conversion, respectivement d'option.

Dans ce contexte, la règle de l'art. 653b al. 3 CO, dont le contenu, outre une modification de nature formelle, restera inchangé d'après le projet de réforme du droit des sociétés¹⁰⁵, est d'une importance toute particulière. Selon cette disposition, est nul le droit de conversion ou d'option accordé avant l'inscription au registre du commerce de la disposition statutaire qui introduit l'augmentation conditionnelle du capital. Le but de cette disposition est principalement la protection des actionnaires existants : sans leur consentement, aucun droit de conversion ou d'option ne peut être accordé par le conseil d'administration et donc aucune dilution de leur position ne peut avoir lieu¹⁰⁶.

Selon la lettre de la loi, il ne suffit donc pas que l'émission coïncide avec la décision de l'assemblée générale relative à l'instauration d'un capital conditionnel ni que celle-ci soit enregistrée avant le début du délai de conversion¹⁰⁷. Ainsi, il est important de prendre la décision d'augmenter le capital au moyen d'un capital conditionnel avant d'émettre le droit de conversion, respectivement d'option, et donc avant de conclure un contrat de prêt avec droit de conversion, respectivement d'option, et ce sous peine de nullité¹⁰⁸.

La doctrine majoritaire considère la sanction de nullité prévue à l'art. 653b al. 3 CO comme trop stricte¹⁰⁹. D'après BÖCKLI, il convient d'admettre par interprétation téléologique que l'objet de cette disposition est d'éviter que des droits de conversion ou d'option non-couverts soient accordés par la société, c'est-à-dire pour lesquels ni le nombre nécessaire d'actions propres est effectivement disponible, ni un capital conditionnel existe¹¹⁰. Il serait donc préférable que l'option ou le droit de conversion non-couvert accordé par la société ne soit que provisoirement inefficace, jusqu'à ce que cette couverture soit établie, et non nécessairement nulle¹¹¹. Les intérêts des actionnaires seraient ainsi suffisamment protégés¹¹². Cela pourrait bien répondre au besoin de la pratique, surtout si l'on tient compte du fait que la période de conversion ne commence

¹⁰⁵ FF 2017 353, p. 453 & 634.

¹⁰⁶ HAYMANN/REUTTER, p. 782.

¹⁰⁷ REUTTER/WEBER, *Wandelanleihen*, p. 148.

¹⁰⁸ DUPASQUIER, N 1278.

¹⁰⁹ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 653b, N 28 ; BÖCKLI, § 2, N 204 ; REUTTER/WEBER, *Wandelanleihen*, p. 148.

¹¹⁰ BÖCKLI, § 2, N 204.

¹¹¹ BÖCKLI, § 2, N 204.

¹¹² HAYMANN/REUTTER, p. 782.

généralement qu'après un certain temps, par exemple un an, et que par conséquent, aucune action ne doit être fournie durant cette période¹¹³.

Par ailleurs, la société peut remplir son obligation de livrer des actions lors de l'exercice d'un droit de conversion ou d'option de différentes manières¹¹⁴. Il existe d'autres alternatives qui garantissent tout autant la mise à disposition d'actions, comme par exemple l'émission d'actions propres avec du capital librement disponible ou, pour les sociétés cotées en bourse, l'acquisition des actions nécessaires en bourse¹¹⁵. En outre, selon la doctrine majoritaire, la loi permet aux actionnaires de prévoir dans la décision de l'assemblée générale que le capital conditionnel sert à couvrir un emprunt convertible ou à option déjà émis, sans que cette résolution ne soit contraire à l'art. 653b al. 3 CO¹¹⁶. Ainsi, le champ d'application de cette disposition est limité à l'émission de droits de conversion ou d'option sur des actions de sociétés non cotées en bourse et pour lesquelles aucune action de réserve n'a été prévue¹¹⁷. Comme évoqué ci-dessus, outre une modification rédactionnelle, l'art. 653b al. 3 CO reste inchangé, et ce malgré les critiques soulevées par la doctrine, ce que l'on peut effectivement déplorer.

d) Augmentation autorisée du capital (art. 651 cum 652-652h CO)

L'assemblée générale peut, par une modification des statuts, autoriser le conseil d'administration à augmenter le capital-actions dans un délai n'excédant pas deux ans. Les statuts indiquent de quel montant nominal le conseil d'administration peut augmenter le capital-actions. Le capital-actions autorisé ne peut être supérieur à la moitié du capital-actions existant avant l'augmentation (art. 651 al. 1 et 2 CO).

À l'instar de l'augmentation au moyen du capital conditionnel (*supra* c)), la procédure de l'augmentation autorisée du capital se déroule en deux temps.

En premier lieu, il y a la décision d'autorisation du conseil d'administration par l'assemblée générale au moyen d'une modification statutaire introduisant une clause de capital autorisé. Cette décision est une décision importante de l'assemblée générale et nécessite donc de recueillir au moins les deux tiers des

¹¹³ REUTTER/WEBER, Wandelanleihen, p. 148.

¹¹⁴ HK-HEIZ, art. 653b, N 17.

¹¹⁵ BÖCKLI, § 2, N 204 ; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 653b, N 28 ; HK-HEIZ, art. 653b, N 17 ; REUTTER/WEBER, Wandelanleihen, p. 148.

¹¹⁶ BÖCKLI, § 2, N 204 ; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 653b, N 28 ; HK-HEIZ, art. 653b, N 17.

¹¹⁷ BÖCKLI, § 2, N 204 ; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 653b, N 28 ; HK-HEIZ, art. 653b, N 17.

voix attribuées aux actions représentées et la majorité absolue des valeurs nominales représentées (art. 704 al. 1 ch. 4 CO).

En second lieu, c'est seulement sur décision du conseil d'administration que le capital social augmente effectivement, à la fois dans les statuts selon l'art. 651 al. 4 *cum* 651a al. 1 CO et au registre du commerce selon l'art. 48 al. 1 let. c ORC sur renvoi de l'art. 50 al. 5 ORC.

Ainsi, à la différence de l'augmentation ordinaire du capital (*supra* b)) et de l'augmentation au moyen du capital conditionnel (*supra* c)), c'est la décision du conseil d'administration qui fait effectivement augmenter le capital. Le conseil d'administration peut aussi décider de ne pas l'augmenter, de procéder à des augmentations par tranches ou de ne pas aller jusqu'à atteindre la limite de l'autorisation statutaire octroyée par l'assemblée générale.

Le capital autorisé va être aboli avec l'entrée en vigueur du nouveau droit des sociétés. C'est la raison pour laquelle nous ne nous étendons pas plus sur l'institution.

3. *Après la réforme : la marge de fluctuation du capital* (art. 653s-653w P-CO)

a) **En général**

Un des objectifs principaux de la révision du droit des sociétés a été d'accroître la flexibilité des dispositions sur la structure du capital¹¹⁸. C'est dans ce contexte qu'a été créée la marge de fluctuation du capital, qui vient remplacer l'augmentation autorisée du capital (*supra* 2.d)). Cette nouvelle institution juridique permettra à l'assemblée générale d'autoriser le conseil d'administration à augmenter ou à réduire le capital-actions inscrit au registre du commerce, durant cinq années (art. 653s ss CO).

Comme c'est aujourd'hui le cas pour l'augmentation autorisée de capital, la décision de l'assemblée générale d'inscrire une marge de fluctuation du capital dans les statuts de la société devra être prise à la double majorité qualifiée (art. 704 al. 5 ch. 5 P-CO). Par souci de publicité, cette autorisation, valable au maximum cinq ans à compter de la décision de l'assemblée générale, devra être inscrite au registre du commerce (art. 647 P-CO ; art. 50a P-ORC).

¹¹⁸ DRUEY/DRUEY JUST /GLANZMANN, p. 154.

Le conseil d'administration aura, pendant le délai d'autorisation, le droit de modifier librement le capital-actions, dans les limites déterminées par l'assemblée générale ; il s'agit de la marge de fluctuation¹¹⁹. Ces limites devront dans tous les cas respecter le capital minimal légal, ainsi que le plancher de réduction, qui est fixé à la moitié du capital-actions inscrit au registre du commerce, et le plafond d'augmentation, qui est fixé à une fois et demie ce montant¹²⁰. L'assemblée générale pourra également restreindre la marge de manœuvre octroyée au conseil d'administration, par exemple en autorisant uniquement une augmentation ou une réduction du capital-actions, en imposant au conseil d'administration de ne réduire le capital-actions qu'à la suite d'un rachat d'actions, de n'augmenter le capital-actions que pour procéder à des acquisitions, ou encore en indiquant une modalité particulière pour la libération des actions (art. 653s al. 3 P-CO)¹²¹.

Pendant la durée de l'autorisation conférée, l'assemblée générale pourra aussi décider d'augmenter ou de réduire le capital-actions ou le capital-participations, d'instituer un nouveau capital conditionnel ou de modifier la monnaie du capital-actions ou du capital-participation (art. 653v CO). La décision de l'assemblée générale d'augmenter ou réduire le capital-actions aura automatiquement pour effet de supprimer la marge de fluctuation du capital, et ce pour des raisons de sécurité juridique. On peut supposer que l'objectif de cette disposition était de s'assurer que l'assemblée générale prenne une décision consciente sur l'interaction des deux dispositions¹²². Ceci n'empêchera néanmoins pas l'assemblée générale d'introduire aussitôt une nouvelle marge de fluctuation¹²³.

Le capital autorisé déjà approuvé par l'assemblée générale au moment de l'entrée en vigueur du nouveau droit pourra encore être utilisé conformément à l'ancien droit, mais ne pourra plus être prorogé ou modifié (art. 3 dispositions transitoires concernant la modification du 19 juin 2020). Le capital autorisé étant valable pour une durée maximale de deux ans (art. 651 al. 1 aCO), les augmentations de capital à partir du capital autorisé pourront encore être réalisées jusqu'à deux ans après l'entrée en vigueur de la nouvelle loi¹²⁴.

¹¹⁹ FF 2017 353, p. 389 & 463.

¹²⁰ FF 2017 353, p. 389 & 463.

¹²¹ GERICKE/MADANI, p. 742.

¹²² GERICKE/MÜLLER/HÄUSERMANN/HAGMANN, p. 30.

¹²³ Pour le paragraphe, FF 2017 353, p. 465.

¹²⁴ DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN, p. 152.

b) La marge de fluctuation et l'augmentation conditionnelle

Concernant la relation entre la marge de fluctuation du capital et l'augmentation conditionnelle, le nouveau droit fait la distinction entre le capital conditionnel interne et le capital conditionnel externe à la marge de fluctuation du capital¹²⁵.

D'après l'art. 653*t* al. 1 ch. 9 P-CO, l'assemblée générale peut, dans le cadre de la marge de fluctuation du capital, autoriser le conseil d'administration à augmenter le capital au moyen d'un capital conditionnel. En vertu du renvoi de l'art. 653*u* al. 5 P-CO, il convient dans ce cas d'appliquer les dispositions générales relatives à l'augmentation au moyen de capital conditionnel (art. 653 à 653*i* CO). La formulation de l'art. 653*t* al. 1 ch. 9 P-CO est malheureuse car en réalité, l'autorisation qui est donnée au conseil d'administration est celle d'émettre des droits de conversion ou d'option, qui pourront être convertis en actions par leurs détenteurs¹²⁶. L'augmentation de capital proprement dite aura lieu lors de l'exercice du droit de conversion, respectivement d'option et de la libération des apports par leurs titulaires¹²⁷. La base statutaire devra contenir les indications prévues à l'art. 653*b* P-CO, dont le montant nominal du capital conditionnel¹²⁸. Les actionnaires ont un droit de souscription prioritaire, qui peut être limité ou supprimé pour de justes motifs (art. 653*c* P-CO). Par analogie avec l'art. 653*t* al. 1 ch. 7 P-CO, la décision concernant la suppression du droit de souscription prioritaire peut être déléguée au conseil d'administration dans la disposition statutaire relative à la marge de fluctuation du capital¹²⁹.

En ce qui concerne la marge de fluctuation et le capital conditionnel externe, le nouveau droit prévoit à l'art. 653*v* al. 2 phr. 1 P-CO que si l'assemblée générale décide de créer un capital conditionnel externe, la limite supérieure et la limite inférieure de la marge de fluctuation sont relevées en fonction du montant de l'augmentation du capital-actions qui a lieu concrètement, lors de l'exercice des droits de conversion ou d'option¹³⁰. Le conseil d'administration

¹²⁵ VON DER CRONE/DAZIO, p. 512.

¹²⁶ VON DER CRONE/DAZIO, p. 512 ; GERICKE/MADANI, p. 744.

¹²⁷ GERICKE/MADANI, p. 744.

¹²⁸ VON DER CRONE/DAZIO, p. 512.

¹²⁹ VON DER CRONE/DAZIO, p. 512.

¹³⁰ BÖCKLI, § 2, N 87 ; pour illustrer ceci, nous citons l'exemple de GERICKE/MADANI : « [...] prenons l'exemple d'une société avec un capital-actions de 200 000 CHF qui introduit une MFC [marge de fluctuation du capital] avec une limite supérieure à 300 000 CHF et une limite inférieure à 100 000 CHF. Au moment où l'assemblée générale introduit après coup dans les statuts de la société un capital conditionnel de 100 000 CHF, les limites de la MFC ne bougent pas. Si le capital-actions est ensuite effectivement augmenté de 25 000 CHF par l'exercice de certains droits d'option et que cette augmentation est inscrite dans les statuts de la société, la limite inférieure passera

doit adapter la limite supérieure et la limite inférieure à chaque fois qu'il inscrit une augmentation de capital fondée sur le capital conditionnel dans les statuts de la société (art. 653g al. 2 P-CO). Comme la marge de fluctuation reste la même, les possibilités d'augmentation à l'intérieur de la marge de fluctuation du capital ne sont pas limitées. L'assemblée générale peut également remplacer la marge de fluctuation du capital existante par une nouvelle, dont les limites seront calculées sur la base du capital-actions désormais augmenté, et ainsi élargir encore la marge de manœuvre du conseil d'administration¹³¹.

REUTTER/HAMMER relèvent que le capital conditionnel interne à la marge de fluctuation n'accroît pas réellement la flexibilité par rapport au système actuel. Ils relèvent notamment le fait que l'étendue de la description du capital conditionnel dans les statuts reste identique (notamment le nombre, la valeur nominale, le type d'actions ainsi que le cercle des bénéficiaires et l'exclusion des droits de souscription), et que d'autre part, un capital conditionnel intégré restreint le conseil d'administration dans l'utilisation de la tranche de capital, car elle n'est pas disponible dans la mesure du capital conditionnel. En outre, la limite temporelle de la tranche de capital d'un maximum de cinq ans s'applique au capital conditionnel interne, mais pas au capital conditionnel externe. Du point de vue fiscal cependant, le capital conditionnel interne peut être très intéressant, car le capital conditionnel interne bénéficie de la considération fiscale nette de la marge de fluctuation. Par conséquent, la taxe d'émission n'est pas due lors de la conversion des instruments financiers du capital conditionnel, mais seulement à la fin de la marge de fluctuation et seulement si les augmentations de capital et les potentielles contributions dépassent le montant des réductions de capital ayant été réalisées durant la même période¹³².

D. Fixation du prix de conversion/d'exercice

1. En général

Le prix de conversion ou d'exercice est le prix spécifié lors de la conclusion du prêt mezzanine ou l'émission de l'obligation convertible, qui doit être payé pour l'obtention du titre de participation lors de l'exercice du droit. En cas de prêt convertible, l'obligation de payer le prix de conversion est compensée avec la créance de l'investisseur en remboursement de l'emprunt. Le ratio de conversion détermine combien d'unités de dettes sont nécessaires pour la conversion en un titre de participation (*supra* I.C.1). En cas de prêt avec

à 125 000 CHF et la limite supérieure à 325 000 CHF (art. 653v al. 2 ph. 1 P-CO) » (GERICKE/MADANI, p. 748 ss).

¹³¹ VON DER CRONE/DAZIO, p. 517.

¹³² REUTTER/HAMMER, p. 304, et références citées.

droit d'option, le prix d'exercice d'une option est le prix qui devra être payé pour l'obtention du titre de participation lors de son exercice.

2. *Prix minimum*

Du point de vue du droit des sociétés, selon l'art. 624 al. 1 P-CO, les actions ne peuvent pas être émises à un cours inférieur à celui du pair. Cela signifie que le prix de conversion de la dette par action ne peut pas être en-dessous de la valeur nominale de l'action¹³³. Cette interdiction vaut y compris en cas de situation de perte de capital ou de surendettement au sens de l'art. 725a et 725b P-CO¹³⁴. La sanction frappant une émission au-dessous du pair est la nullité de la décision considérée¹³⁵.

Afin d'éviter une telle situation, par exemple dans les cas d'instruments « toxiques » prévoyant un ajustement du prix de conversion vers le bas, il est nécessaire de prévoir un mécanisme pour éviter une émission en-dessous du pair. Il est pour cela par exemple possible de prévoir une limite minimale, en-dessous de laquelle le prix de conversion ne pourrait descendre ou un nombre maximum d'actions que la société doit livrer à l'investisseur au moment de la conversion¹³⁶. Alternativement, on peut également envisager de prévoir une limite de remboursement en espèces pour tout montant de la dette sous-jacente dont la conversion impliquerait un prix d'émission en-dessous du pair.

Une autre alternative pour « alléger » la valeur nominale de l'action sans lui enlever de la valeur réelle est le mécanisme de la réduction déclarative de capital (art. 653p P-CO). Une telle réduction de valeur nominale, pour supprimer un excédent de passif au bilan et résultant de pertes, peut être mise en œuvre relativement facilement, pour autant que les conditions en soient remplies¹³⁷. En particulier, l'expert-réviseur agréé doit attester que le montant de la réduction du capital ne dépasse pas celui de l'excédent passif à supprimer. Il vérifiera par la même occasion que le bilan est bien déficitaire (actifs nets inférieurs au capital-actions dans la colonne des passifs). Par exemple, s'il est possible de compenser la perte au bilan avec des réserves issues du capital ou du bénéfice (art. 674 P-CO), le bilan n'est pas réellement déficitaire, ce qui exclut tout recours à la réduction de capital au sens de l'art. 653p P-CO¹³⁸.

¹³³ GERHARD, PIPEs, p. 207.

¹³⁴ DUPASQUIER, N 1269.

¹³⁵ BSK FusG-ERNI, art 6, N 20.

¹³⁶ LIEBI, p. 77.

¹³⁷ GLANZMANN, Umstrukturierungen, N 876.

¹³⁸ FF 2017 353, p. 460.

3. *Prix fixe ou variable*

a) **Principe : prix fixe**

Une distinction fondamentale est faite entre un prix de conversion/d'exercice fixe et un prix de conversion/d'exercice variable.

Dans le cas d'un prix fixe, celui-ci est déterminé lors de la conclusion du contrat de prêt et l'*equity kicker* conduit en général, en cas de conversion/d'exercice, à l'émission d'actions ordinaires à ce prix. On peut aussi imaginer l'émission d'actions privilégiées, c'est-à-dire des actions qui accordent aux propriétaires une préférence en cas de liquidation, de paiement de dividendes¹³⁹ ou d'augmentation de capital. Le concept des actions privilégiées est reproduit en Suisse, soit avec des actions privilégiées (art. 654 P-CO) (inchangé), soit avec des bons de participation (art. 656a ss P-CO). Par ailleurs, le projet prévoit que l'ancienne limitation du capital-participation au double du capital-actions pour les bons de participation cotés en bourse est abandonnée et élevée à dix fois son montant. Les sociétés dont les titres sont cotés bénéficieront ainsi d'une plus grande marge de manœuvre en termes de structure de capital. De plus, le capital-participation ne sera plus ajouté au capital-actions pour calculer le seuil maximal de rachat par la société de ses propres actions (art. 656b al. 5 P-CO).

La fixation du prix de conversion/d'exercice est l'objet de négociations. Celle-ci dépendra entre autres du moment à partir duquel et jusqu'à quand l'investisseur peut exercer son droit ainsi que de la volatilité du sous-jacent. Pour le prix de conversion dans les titres émis par des sociétés cotées en bourse avec une durée de deux à trois ans et une volatilité modérée, la prime par rapport au prix du marché des actions au moment de la conclusion de l'opération mezzanine est généralement de 20 à 30 % selon les sociétés. Cependant, des situations dans lesquelles l'entrée dans le capital se fait avec une décote sont aussi envisageables¹⁴⁰.

b) **Exception : prix variable**

Dans une transaction avec prix de conversion/d'exercice variable, l'investisseur est compensé ou couvert contre une baisse future du prix de l'action. En accordant une compensation ou une couverture, le prêt mezzanine à prix de conversion variable est adapté au financement des entreprises à haut risque et présente des parallèles avec le financement par étapes dans les

¹³⁹ Un dividende fixe (art. 675 al. 1 P-CO) (inchangé) n'est pas possible en droit suisse (cf. ATF 46 II 157, c. 3).

¹⁴⁰ Sur la fixation du prix d'émission en général, cf. *infra* III.D.4.

investissements traditionnels en capital-investissement¹⁴¹. Ces prêts mezzanines sont néanmoins des cas particuliers, car le propre même de ces prêts est de permettre au prêteur de participer à la plus-value de l'entreprise, ou alors simplement de récupérer son investissement, c'est-à-dire la somme du prêt, augmentée d'un intérêt. Une constellation permettant non seulement d'avoir le beurre (conversion/option) et l'argent du beurre (prêt) mais aussi la crème (à savoir plus d'actions si la valorisation de l'entreprise chute) est relativement rare.

Tout d'abord, la société emprunteuse peut conclure un prêt convertible avec un prix de conversion variable (dette convertible flottante), qui est continuellement ajustée selon la valorisation de la société. En cas de baisse du prix de l'action, le prix de conversion est réduit et l'investisseur reçoit des actions supplémentaires. Cela est techniquement possible dans le cas d'une société cotée en bourse ; pour une société détenue en mains privées, l'absence de valorisation permanente et transparente rendra le modèle peu ou pas praticable.

Ensuite, la société emprunteuse peut conclure un prêt convertible avec un mécanisme dit de réinitialisation (dette convertible réinitialisée). Le prix de conversion est également ajusté au gré de la valorisation de la société, le cas échéant sujet à certains planchers (*floors*), non de façon continue mais à intervalles réguliers ou lors de la (non-)survenance de certains événements convenus à l'avance, typiquement une ronde de financement ultérieure à une valorisation inférieure à celle de la mezzanine¹⁴². Une alternative qui vise économiquement au même résultat est l'octroi à l'investisseur d'un droit de recevoir gratuitement des actions supplémentaires de la part des actionnaires existants ou de la société.

Enfin, la société cible peut mettre en place une *equity line*¹⁴³. Dans ce cas, l'investisseur s'engage à souscrire un certain nombre d'actions nouvelles – en fonction de tirages faits par la société. Une telle *equity line* accorde à la société une sorte d'option de vente sur les nouvelles actions à émettre. Dans le même temps, l'investisseur cherchera à revendre les actions sur le marché secondaire.

¹⁴¹ Sur ce sujet, cf. JACCARD/BARUH.

¹⁴² LIEBI, p. 61 ss ; WYSS, p. 516 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, N 882 ; les KISS et les SAFE prévoient typiquement de telles protections anti-dilution (sur ce sujet, cf. GERICKE/MARTI, p. 91 ss). Le système se trouve d'ailleurs aussi dans les sociétés cotées en bourse. P.ex., l'obligation convertible que *Swiss Re* a placée auprès de *Berkshire Hathaway* en février 2009 prévoyait un mécanisme spécial de réinitialisation dans le cas où *Swiss Re* réaliserait dans les six mois suivant l'assemblée générale annuelle de mars 2009 une augmentation de capital à un prix inférieur au prix du marché en vigueur à ce moment-là (*discounted rights issue*). L'obligation convertible obligatoire d'*UBS* d'octobre 2008 prévoyait également un mécanisme spécial de réinitialisation dans le cas où *UBS*, au cours de l'année qui suit l'émission de l'instrument, émet des actions pour un montant total d'émission supérieur à CHF 5 Mias à un prix d'émission inférieur au prix de référence.

¹⁴³ REUTTER/WEBER, *Capital*, p. 1 ; LIEBI, p. 56 ; GERHARD, *PIPEs*, p. 289.

En effet, son intérêt réside dans l'activité d'arbitrage, puisqu'il va acquérir les actions légèrement en dessous du cours de bourse (par analogie à un rabais de souscription ou une commission de souscription). Avec une ligne de financement par capitaux propres, la société contrôle à la fois le montant et le moment du financement, ce qui lui permet de lever régulièrement de petits montants. La condition préalable à une *equity line* est un marché secondaire suffisamment liquide pour que les nouvelles actions puissent être absorbées sans correction de prix. En ce sens, il s'agit d'un instrument particulièrement prédestiné aux sociétés cotées en bourse.

À noter que les conséquences possibles d'une mezzanine avec prix de conversion variable peuvent être dramatiques pour les actionnaires existants. Dans les sociétés cotées en bourse, ces couvertures illimitées sont appelées spirales de la mort ou conversions toxiques car elles peuvent conduire l'investisseur à faire baisser artificiellement le cours de l'action. L'investisseur peut obtenir la baisse du cours de l'action par des ventes à découvert, par exemple. Comme expliqué, la baisse du cours de l'action peut conduire à un ajustement du prix de conversion et donc à une augmentation du nombre d'actions à émettre en cas d'exercice du droit de conversion, ce qui a pour effet de faire encore baisser le cours de l'action. Sans limiter la couverture par ce que l'on appelle des planchers (*floors*), en ce qui concerne l'ajustement du prix de conversion, des plafonds (*cap*), et les actions supplémentaires qui peuvent être souscrites, le processus peut être répété à volonté au moyen de ventes à découvert et de prêts de titres. Les victimes de cette spirale, outre la société, sont avant tout les anciens actionnaires, qui se trouvent alors fortement dilués et peuvent éventuellement perdre le contrôle de la société. Étant donné que l'octroi d'une couverture illimitée par l'entreprise est régulièrement interprété comme un signal que l'entreprise n'a plus d'autres options de financement disponibles, une interdiction de la vente à découvert qui ne touche que l'investisseur ne permet pas de lutter contre la spirale de la mort, car ce seront alors des tiers qui procéderont à des ventes à découvert.

4. *Protection de l'actionnaire en cas de prix d'émission inférieur à la valeur de marché*

a) **Le nouveau droit : art. 652b al. 4 P-CO**

La question qui se pose est de savoir dans quelle mesure l'assemblée générale (dans le cas d'une augmentation de capital ordinaire sans délégation de la fixation du prix au conseil d'administration) ou le conseil d'administration (dans tous les autres cas) sont limités lorsqu'il s'agit de fixer le prix de

conversion ou d'exercice de l'*equity kicker*, celui-ci profitant seulement au prêteur mezzanine vu l'exclusion du droit de souscription préférentiel.

Il convient de relever qu'en cas de financement mezzanine, la problématique de la fixation du prix d'émission est encore plus brûlante, car le droit de souscription préférentiel est exclu, ce qui a pour effet que les actionnaires existants exclus n'ont pas la possibilité de souscrire à des actions. En sus d'une dilution des droits de vote, un prix d'émission inapproprié pourrait ainsi conduire à une dilution patrimoniale.

À ce titre, il convient de relever que la dernière phrase de l'actuel art. 652b al. 2 CO (« *Nul ne doit être avantagé ou désavantagé de manière non fondée par la suppression du droit de souscription préférentiel.* ») est déplacée à un nouvel al. 4 et précise désormais que ces (dés-)avantages infondés ne doivent pas non plus – en sus du cas de l'exclusion du droit de souscription préférentiel – découler de la fixation du prix d'émission¹⁴⁴. Cet ajout vise à garantir l'intégrité du droit de propriété des actionnaires en excluant une dilution de la substance de leurs actions au cas où ils ne pourraient pas (cas de l'exclusion du droit de souscription préférentiel) ou ne souhaiteraient pas (cas du respect du droit de souscription préférentiel) participer à l'augmentation du capital-actions¹⁴⁵. Il s'agit d'une concrétisation du principe de l'exercice ménager d'un droit (*schonende Rechtsausübung*), applicable désormais non seulement à l'exclusion du droit de souscription préférentiel, mais aussi selon le nouveau droit à la fixation du prix d'émission en cas d'augmentation de capital.

b) La situation sous l'ancien droit

Dans le passé, on faisait une distinction si le prix d'émission était fixé par l'assemblée générale ou par le conseil d'administration.

En cas de fixation du prix d'émission par l'assemblée générale et en cas de respect du droit de souscription préférentiel, le Tribunal fédéral avait décidé dans la fameuse affaire *Ringier c. Jean Frey AG*¹⁴⁶ que le montant du prix

¹⁴⁴ FF 2017 353, p. 449.

¹⁴⁵ FF 2017 353, p. 449.

¹⁴⁶ Cf. ATF 99 II 55 ; ATF 102 II 265. Dans les deux cas, l'actionnaire majoritaire *Jean Frey AG* avait décidé une augmentation de capital et fixé le prix d'émission à la valeur nominale, sensiblement inférieure à la valeur réelle par action, de sorte que *Ringier*, qui ne participa pas à l'augmentation de capital bien que son droit de souscription avait été respecté, fut massivement dilué dans ses droits de vote et ses droits patrimoniaux. Dans les deux cas, le Tribunal fédéral ne protégea pas l'actionnaire minoritaire *Ringier* en alléguant que le principe de l'égalité de traitement était respecté et que la fixation du prix d'émission à une valeur nettement inférieure à la valeur réelle n'était pas constitutive d'un abus de droit. La loi ne postule pas que la société doive porter attention, lors d'une augmentation de capital, à la capacité des actionnaires de pouvoir financièrement

d'émission ne devait être revu uniquement selon le principe de l'interdiction de l'abus de droit, et non selon le principe de l'exercice ménager d'un droit¹⁴⁷. En effet, tout actionnaire peut participer à l'augmentation de capital et dès lors la décision de la majorité de l'assemblée générale doit être respectée, d'autant plus que selon la jurisprudence constante du Tribunal fédéral, l'actionnaire n'a même pas un devoir de loyauté vis-à-vis de la société¹⁴⁸. Le droit des sociétés n'institue pas un régime d'assistance généralisée pour les actionnaires minoritaires, mais les protège contre l'abus de droit. Un tel abus de droit existe s'il est évident que le montant de l'émission est fixé de manière abusivement basse par la majorité dans le but de poursuivre des intérêts particuliers de la majorité. Cela pourrait être le cas, notamment, si le prix d'émission est délibérément fixé à un niveau sensiblement inférieur à la valeur réelle d'une action, dans le seul intérêt de la majorité de diluer l'actionnaire minoritaire.

Plus tard, en 2017, le Tribunal fédéral a peut-être signalé un changement de pratique, selon laquelle l'assemblée générale des actionnaires doit également respecter le principe de l'exercice ménager des droits lors de la fixation du montant du prix d'émission. Si la valeur réelle d'une action est sensiblement supérieure à sa valeur nominale, une augmentation du capital au pair ne pourrait être justifiée que dans des cas particuliers¹⁴⁹. Le cas était relativement similaire aux arrêts *Ringier* : l'actionnaire minoritaire, s'il ne participait pas à l'augmentation de capital, se faisait diluer de 30 % à 2 %. Le Tribunal fédéral a rappelé que le principe de ménagement dans l'exercice du droit est transgressé 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 majorité¹⁵⁰, ce que le Tribunal fédéral a retenu en l'espèce, vu la dilution importante que subit l'actionnaire minoritaire par la décision prise par l'assemblée générale.

participer à dite augmentation. Comme le dit l'adage en allemand : « *Geld hat man zu haben* ».

¹⁴⁷ Suite aux fortes critiques de la doctrine de la position du Tribunal fédéral, le principe de l'exercice ménager d'un droit a été concrétisé dans la loi à l'art. 706 al. 2 ch. 2 CO qui est entré en vigueur en 1991 et la même année le Tribunal fédéral lui-même l'a reconnu dans la fameuse affaires *CANES v. Nestlé*, rendue en matière de suppression du droit préférentiel de souscription. Sur le développement de la jurisprudence, de la doctrine et la loi sur la question de la fixation du prix d'émission en cas d'augmentation de capital, cf. SCHAFFNER/WEIBEL.

¹⁴⁸ ATF 105 II 114, c. 7.b ; TF, arrêt 4C.143/2003 du 14 octobre 2003, c 6.

¹⁴⁹ Cf. TF, arrêt 4A_531/2017. Cet arrêt a fait l'objet de plusieurs commentaires dans la doctrine, cf. p.ex. HÄNNI ; GLANZMANN/DERUNGS.

¹⁵⁰ ATF 121 III 219, c. 3 ; ATF 117 II 290, c. 4e/bb ; déjà dans le même sens : cf. ATF 91 II 298, c. 7.

En revanche, si le prix d'émission est fixé par le conseil d'administration, ce qui est possible dans tous les cas d'augmentation de capital, le Tribunal fédéral a retenu que non seulement le principe de l'interdiction de l'abus de droit s'applique, mais aussi le principe de l'exercice ménager d'un droit¹⁵¹. Le conseil d'administration doit aligner ses actions sur les intérêts de la société (art. 717 al. 1 CO). Le montant du prix d'émission ne joue généralement pas de rôle pour la société, tant qu'il est assuré que le capital requis par la société est souscrit. Par conséquent, lorsqu'il détermine le montant du prix d'émission, le conseil d'administration se trouve souvent dans une situation où il dispose de plusieurs options qui ont la même valeur pour la société, mais qui ont des effets différents sur la situation juridique et patrimoniale des divers actionnaires. Ceci est le classique cas d'application de l'obligation d'exercer les droits avec ménagement.

Ainsi, en application du principe de l'exercice ménager des droits, le conseil d'administration est donc tenu de fixer le prix d'émission de manière à ce que les actionnaires qui ne participent pas à l'augmentation de capital subissent une dilution aussi faible que possible. La dilution ne doit pas être supérieure à ce qu'exige l'augmentation de capital, ce qui nécessite en principe une orientation vers la valeur réelle. Cela ne signifie toutefois pas que le montant de l'émission doit nécessairement correspondre à la valeur réelle des actions : du point de vue de la société, la sécurité de la transaction reste au premier plan, c'est pourquoi un prix d'émission inférieur à la valeur réelle des actions peut même être nécessaire. Ce n'est que dans la zone où le prix d'émission garantit la sécurité de cette transaction que la variante la moins dilutive doit être retenue. Ainsi, le conseil d'administration dispose de moins de marge de manœuvre que l'assemblée générale pour déterminer le montant de l'émission¹⁵².

Contrairement à ce qui était prévu dans l'avant-projet de la révision du droit des sociétés, lequel prévoyait même que le prix d'émission ne pouvait pas être fixé en-dessous de la valeur réelle (*wirklicher Wert*), la suppression du droit de souscription préférentiel et la fixation du prix d'émission seront désormais soumises aux mêmes conditions, ce qui permet d'éviter de créer de nouvelles notions juridiques floues et ainsi une certaine insécurité juridique. Des craintes à ce sujet avaient d'ailleurs été exprimées lors de la consultation¹⁵³.

¹⁵¹ ATF 121 III 219, c. 3.

¹⁵² Dans ce sens aussi, cf. GLANZMANN/DERUNGS, p. 212.

¹⁵³ Rapport consultation droit de la SA 2014, p. 9. Cf. GERICKE, Mindestausgabebetrag.

c) Les possibilités sous le nouveau droit

Avec la nouvelle formulation de l'art. 652b al. 4 P-CO, qui étend le principe de l'interdiction de toute discrimination non-fondée à la fixation du prix d'émission, la question est de savoir à partir de quel prix d'émission il n'y a ni avantage ni désavantage en termes de voix ou de capital entre les actionnaires qui participent à l'augmentation de capital et ceux qui n'y participent pas. En principe, cela ne devrait être le cas qu'avec un montant d'émission à la valeur réelle. À ce prix d'émission, aucun des deux groupes d'actionnaires ne peut se trouver dans une meilleure position en termes de capital suite à l'augmentation de capital. En outre, il n'y a pas de changement plus important dans les droits de vote entre les deux groupes que celui qui résulterait inévitablement de la non-participation d'un actionnaire à une augmentation de capital. Cependant, l'art. 652b al. 4 P-CO ne garantit pas les droits acquis des actionnaires, mais interdit seulement de les favoriser ou de les défavoriser de manière injustifiée. Inversement, il s'ensuit qu'un avantage ou un désavantage objectivement justifié est admissible. La question se pose donc de savoir quand un montant d'émission inférieur à la valeur réelle est encore objectivement justifié. Étant donné que le projet de loi utilise la même formulation que celle déjà utilisée aujourd'hui à l'art. 652b al. 2 CO pour la suppression des droits de préemption, on peut supposer qu'il s'agit d'une référence à l'exigence d'objectivité (*Sachlichkeitsgebot*).

Selon l'exigence d'objectivité (*Sachlichkeitsgebot*), une restriction du droit de l'actionnaire nécessite une justification objective, qui, selon la doctrine, se mesure en premier lieu en termes d'intérêt de la société¹⁵⁴. Ainsi, le caractère justifié d'un avantage ou d'un désavantage causé par la détermination du prix d'émission doit être apprécié en premier lieu en fonction de l'intérêt de la société. Comme nous l'avons déjà expliqué, l'intérêt de la société dans une augmentation de capital consiste généralement dans le fait qu'elle soit couronnée de succès pour un certain montant. Par conséquent, une décote sur la valeur réelle est un désavantage ou un avantage admissible s'il y a un risque que sans cette décote l'augmentation de capital ne pourrait capoter.

Cette position va de pair avec la position de la doctrine qui postule que le prix d'émission dans le cas d'une société cotée doit en principe être basé sur le cours de bourse, mais qu'un rabais de 5 à 10 % du cours de bourse (attendu) devrait être autorisé¹⁵⁵. Dans le cas d'une opération de mezzanine, un discount éventuellement même plus important pourrait en outre être justifié par les facteurs suivants : petite taille de l'émission, faible coût et sécurité du placement,

¹⁵⁴ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39, N 87 ; VON DER CRONE, Aktienrecht, § 8, N 40-45.

¹⁵⁵ GERHARD, PIPEs, p. 231-233 et la doctrine mentionnée à n. 97.

illiquidité des actions concernées, nécessité d'une injection rapide de nouveaux capitaux propres, manque de sources de financement de remplacement, voire services supplémentaires fournis par le prêteur. Dans la pratique, le risque de contestation ou d'action en responsabilité augmentera avec le montant du discount. La confirmation de l'auditeur peut – mais seulement dans une certaine mesure – aider le conseil d'administration à se défendre dans un éventuel procès. Même si la tâche principale des auditeurs n'est pas de contrôler si le prix d'émission correspond effectivement à la valeur réelle des actions¹⁵⁶, l'opinion d'audit peut être comprise comme une confirmation du caractère raisonnable de l'opinion du conseil d'administration en ce qui concerne la valeur réelle des actions.

Si l'assemblée générale définit des modalités d'exercice du droit de souscription ou un prix d'émission de manière abusive, il sera au moins possible à l'actionnaire de faire recours contre la décision (art. 706 CO). En revanche, le projet de nouveau droit des sociétés – comme le droit actuel – exclut le droit des actionnaires d'intenter une action contre les décisions du conseil d'administration relatives au droit de souscription ou au prix d'émission. Une telle prérogative aurait conduit à un changement de système dans le droit des sociétés. L'action en dommages-intérêts demeure toutefois réservée¹⁵⁷.

E. Exclusion du droit préférentiel de souscription (art. 652b al. 2 P-CO)

1. Principe

Le principe ancré à l'art. 652b al. 1 CO n'est pas modifié par la révision. En cas d'augmentation de capital, selon l'art. 652b al. 1 P-CO, tout actionnaire a droit à la part des actions nouvellement émises qui correspond à sa participation antérieure. Le but poursuivi par cette disposition est de garantir la possibilité de souscrire une portion du nouveau capital de sorte à pouvoir maintenir le même niveau de participation qu'avant l'augmentation. Par exception, à l'occasion d'une augmentation de capital précise, selon l'art. 652b al. 2 P-CO, l'assemblée générale peut supprimer ce droit préférentiel de souscription pour de justes motifs et en respectant des conditions formelles et matérielles de nature impérative.

¹⁵⁶ Cf. BÖCKLI, § 2, N 301 et § 15, N 783 ; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652f, N 3a ; plus strictement REYMOND, p. 383, selon lequel les auditeurs doivent examiner le caractère approprié du prix d'émission lorsque des actions sont émises avec le caractère approprié du prix d'émission.

¹⁵⁷ FF 2017 353, p. 449.

Formellement, la décision de suppression du droit préférentiel de souscription pour une augmentation du capital précise doit revêtir la forme d'une décision de l'assemblée générale prise à la double majorité qualifiée au sens de l'art. 704 al. 1 ch. 6 P-CO et en principe en même temps que dite décision d'augmentation du capital¹⁵⁸. Par exception à ce principe, en matière de marge de fluctuation du capital, une délégation par l'assemblée générale au conseil d'administration de la décision de suppression du droit préférentiel de souscription est admissible pour autant que les motifs d'exclusion du droit préférentiel de souscription soient mentionnés dans la clause statutaire (art. 653t ch. 7 P-CO)¹⁵⁹.

Matériellement, la décision de suppression du droit préférentiel de souscription doit être fondée sur un juste motif. L'art. 652b al. 2 P-CO en établit une liste exemplative¹⁶⁰ : l'acquisition d'une entreprise, de parties d'entreprise ou de participations à une entreprise ainsi que la participation des travailleurs. Ces exemples ne couvrent souvent pas le cas du prêt mezzanine, pour lequel un placement rapide et simple, à la valeur du marché, des nouvelles actions ou le renforcement des fonds propres pourra justifier la suppression du droit préférentiel de souscription. Un examen du cas concret sera toujours nécessaire : plus le besoin en capital est grand et urgent, plus l'instrument est spécifique et plus son placement (y compris le prix du droit de conversion ou d'option) s'effectue aux valeurs du marché, plus l'exclusion du droit préférentiel de souscription sera facilement justifiée¹⁶¹.

L'exclusion des droits de souscription préférentiel doit respecter le principe de l'exercice ménager des droits, c'est-à-dire qu'une exclusion n'est justifiée que si (i) l'objectif poursuivi sert la promotion de l'intérêt de la société, (ii) il s'agit du moyen le plus approprié à cet effet et (iii) les intérêts de la société l'emportent sur les inconvénients concrets pour les actionnaires. Nous renvoyons à cet effet aux motifs, respectivement aux arguments faits lors de l'examen de la question de l'exercice ménager d'un droit en rapport avec la fixation du prix d'émission¹⁶². Si le droit de souscription préférentiel est exclu, le principe susmentionné est principalement respecté en basant le prix d'émission (ou le prix de conversion) des nouvelles actions sur le cours de la bourse, respectivement la valeur de marché de la société. Cette règle ne vaut à notre avis que pour des sociétés dont les titres sont liquides, permettant ainsi à l'actionnaire dont le droit de souscription préférentiel a été exclu d'éviter la dilution des droits de

¹⁵⁸ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b, N 9.

¹⁵⁹ Cette règle reprend la jurisprudence du Tribunal fédéral sous l'art. 652b CO : ATF 121 III 219, notamment c. 1 d) cc), JdT 1996 I 162, p. 176-177.

¹⁶⁰ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b, N 20.

¹⁶¹ GERHARD, PIPEs, p. 234.

¹⁶² Cf. *supra* n. 155.

ses droits de vote par un rachat parallèle de titres à la bourse sans restriction et à la valeur de marché.

Enfin, plusieurs modifications de l'art. 653c CO sont prévues dans le nouveau droit, en particulier l'ajout d'un alinéa premier, qui dispose que les règles relatives au droit de souscription préférentiel sont applicables lors d'une augmentation ordinaire du capital (art. 652b CO), lorsque des droits d'option sont accordés aux actionnaires. De plus, la pratique soutenue par la doctrine selon laquelle les sociétés ouvertes au public peuvent limiter ou supprimer le droit de souscription prioritaire même en l'absence de justes motifs, pour autant que les actionnaires aient la possibilité d'acquérir les titres correspondants à la bourse à des conditions équitables, est ancrée à l'art. 653c al. 3 P-CO¹⁶³. La documentation relative à la révision ne permet pas de savoir clairement si ces conditions équitables doivent être assimilées aux conditions du marché ou si l'on entend par là des conditions *at arm's length* ou si, finalement, on entend un standard encore plus bas dans le sens d'un simple caractère raisonnable¹⁶⁴.

2. *Mise en œuvre en relation avec des droits de conversion, respectivement d'option, dans le cadre d'opérations d'assainissement*

L'exercice d'un droit de conversion, respectivement d'option, implique l'émission de nouveaux droits de participation ; la société en attente d'être assainie ayant rarement en sa possession des titres préexistants qu'elle pourrait octroyer en lieu et place d'une acquisition originaire.

Dans ce contexte, se pose la question de la possibilité d'exclure le droit préférentiel de souscription des actionnaires existants afin de permettre l'entrée au capital de l'investisseur mezzanine. L'énumération légale de l'art. 652b al. 2 (P-) CO n'étant qu'exemplative, la doctrine reconnaît d'autres motifs pouvant justifier la suppression du droit préférentiel de souscription, parmi lesquels le besoin d'assainissement de la société¹⁶⁵. Certains auteurs mentionnent même explicitement la conversion de fonds étrangers en fonds propres à des fins d'assainissement¹⁶⁶.

Néanmoins, l'existence d'un motif objectivement fondé ne suffit pas à elle seule à justifier la suppression du droit préférentiel de souscription : une telle exclusion doit être nécessaire à la poursuite des buts légitimes de la société et être exercée avec ménagement, ainsi que respecter le principe d'égalité entre

¹⁶³ FF 2017 353, p. 453.

¹⁶⁴ REUTTER/HAMMER, p. 305.

¹⁶⁵ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b, N 20 ; BÖCKLI, § 2, N 280.

¹⁶⁶ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 652b, N 20.

les actionnaires, tant à l'intérieur d'une même catégorie d'actions, qu'entre les différents types d'actions¹⁶⁷.

Concernant les conditions de nécessité et d'exercice avec ménagement de la prérogative de la suppression du droit préférentiel de souscription, l'exclusion doit être essentielle et suffire à la réalisation du but poursuivi, en sus d'être dans un rapport raisonnable avec ce dernier¹⁶⁸.

Concernant le principe d'égalité entre les actionnaires, selon la jurisprudence fédérale, celui-ci est en principe respecté lorsque le droit préférentiel de souscription est exclu de la même manière à l'égard de tous les actionnaires¹⁶⁹, ce qui est en principe le cas en matière d'introduction de droits de conversion, respectivement d'option.

F. Sous-capitalisation et faillite de la société

La faillite est un événement pour le moins marquant dans la vie d'une société, dès lors qu'il signe en principe la fin de celle-ci. Dans ce contexte, nous analyserons successivement la place du prêt mezzanine au sein des moyens permettant d'éviter l'ouverture de la faillite (*infra* 1) et, pour le cas où il n'est pas possible d'y échapper, les risques y relatifs qui en découlent (*infra* 3).

1. Sous-capitalisation et postposition

Le prêt mezzanine est par définition subordonné à une, plusieurs ou toutes les prétentions des autres bailleurs de fonds étrangers ordinaires. Comme évoqué plus haut, en contrepartie de la prise en charge d'un risque plus important, l'investisseur mezzanine est généralement récompensé par un taux d'intérêt plus élevé¹⁷⁰.

La question se pose de savoir quelle est la portée de cette subordination dans l'hypothèse d'une sous-capitalisation de la société, à savoir lorsque la dotation en fonds propres est insuffisante pour absorber les pertes existantes. L'ombre de l'ouverture de la faillite commence à se profiler et il est donc essentiel, à la fois pour la société et l'investisseur mezzanine, de connaître précisément les contours du bail de fonds de celui-ci.

¹⁶⁷ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b, N 20 & 25.

¹⁶⁸ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b, N 23-25.

¹⁶⁹ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b, N 25, citant l'ATF 117 II 290, c. 4 e) aa) avant-dernier paragraphe.

¹⁷⁰ HAYEK/WAGNER, p. 1090.

Il est ainsi possible que les pertes en arrivent à dépasser l'entier des fonds propres composés du capital, des réserves issues du capital et de celles issues du bénéfice. Le résultat de ce scénario est identique à celui où les fonds étrangers dépassent les actifs. La société est alors surendettée¹⁷¹.

S'il existe des raisons sérieuses d'admettre que la société est surendettée, un bilan intermédiaire est dressé et soumis à la vérification d'un réviseur agréé. S'il résulte de ce bilan que les dettes sociales ne sont couvertes ni lorsque les biens sont estimés à leur valeur d'exploitation, ni lorsqu'ils le sont à leur valeur de liquidation, le conseil d'administration en avise le tribunal, à moins que des créanciers de la société n'acceptent que leur créance soit placée à un rang inférieur à celui de toutes les autres créances de la société dans la mesure de cette insuffisance de l'actif (art. 725b al. 1 P-CO).

Ainsi, en cas de situation de surendettement avérée, le conseil d'administration se trouve face à un dilemme crucial : déposer le bilan par devant le juge, ce qui signifie en principe la mise en faillite de la société, ou conclure avec un ou plusieurs créanciers de la société un contrat de postposition, à tout le moins pour un montant total à hauteur de l'insuffisance d'actifs¹⁷².

Ultime moyen de sauver la société de la mise en faillite, la postposition est un contrat innomé *sui generis* conclu entre la société et le bailleur de fonds, contrat par lequel ce dernier renonce à l'exigibilité de sa créance et accepte irrévocablement que sa créance soit placée à un rang inférieur par rapport à toutes les autres créances en cas de faillite de la société, cette renonciation et cette acceptation valant aussi longtemps que le surendettement perdure¹⁷³.

La doctrine apporte plusieurs précisions concernant l'accord de postposition : celui-ci n'est soumis à aucune forme particulière. La forme écrite est néanmoins fortement recommandée pour des raisons probatoires¹⁷⁴. Ensuite, le bail de fonds ne doit bénéficier d'aucune garantie sous forme de sûretés, en particulier par une valeur patrimoniale appartenant à la société¹⁷⁵.

2. Subordination ou postposition ?

Dans ce contexte, se pose donc la question de savoir si un prêt mezzanine, par définition subordonné, vaut aussi accord de postposition en cas de surendettement au sens de l'art. 725b al. 1 P-CO.

¹⁷¹ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 725, N 31.

¹⁷² CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 725, N 43.

¹⁷³ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 725, N 50.

¹⁷⁴ DUPASQUIER, N 1318 ; GLANZMANN, Rangrücktritt, p. 18.

¹⁷⁵ DUPASQUIER, N 1318 ; GLANZMANN, Rangrücktritt, p. 16.

Bien qu'elle dépende des circonstances concrètes de chaque cas d'espèce, la réponse est en principe négative : la subordination du prêt mezzanine n'équivaut pas par définition à un accord de postposition. L'accord de postposition exige une renonciation et une acceptation, éléments que nous analyserons dans cet ordre.

Premièrement, la subordination caractéristique d'un prêt mezzanine n'implique pas par définition de renonciation, aussi longtemps que dure le surendettement, à l'exigibilité de la créance en remboursement. Cela est toutefois une condition nécessaire pour que l'accord en question permette au conseil d'administration de surseoir à l'avis au juge, prévu par l'art. 725b al. 3 CO. En effet, la subordination signifie seulement que le remboursement ne peut être exigé qu'après la satisfaction du ou des autres créanciers prioritaires. L'investisseur mezzanine peut donc en principe faire valoir sa prétention dès que cette condition est remplie.

Il y a ainsi une différence subtile, mais néanmoins essentielle, et donc déterminante, entre la subordination, qui pose une condition relative aux autres créanciers prioritaires, et l'accord de postposition, qui prévoit une exigence fondée sur la santé financière de la société. Le premier cas revient en substance à établir un ordre de priorité dans le remboursement, là où le second fait dépendre la possibilité d'invoquer sa prétention de l'état du bilan de la société.

Un bailleur de fonds ayant conclu un accord de postposition, fût-il un investisseur mezzanine, ne peut donc pas demander le remboursement de son prêt, y compris si l'ensemble des créanciers ordinaires ont d'ores et déjà exigé et récupéré leur investissement. Et au contraire, un investisseur mezzanine qui n'est pas postposé pourra exiger, y compris en situation de surendettement, d'être remboursé si tous les créanciers ordinaires l'ont déjà été.

De plus, comme indiqué précédemment¹⁷⁶, la subordination caractéristique du prêt mezzanine peut l'être à l'égard de tous ou d'une partie seulement des autres bailleurs de fonds étrangers. Ce second cas ne remplit *a fortiori* pas la condition d'acceptation posée par l'accord de postposition, qui exige que la mise à disposition de fonds cède le pas face à toutes les autres créances.

Ainsi, il convient de faire usage d'une terminologie différenciée selon qu'il est question de subordination simple, à savoir celle inhérente à tout prêt mezzanine, ou de subordination qualifiée¹⁷⁷, qui découle d'un accord de postposition en cas de surendettement au sens de l'art. 725b al. 1 P-CO.

¹⁷⁶ Cf. *supra* p. 61.

¹⁷⁷ Terminologie notamment employée par DUPASQUIER, N 1317.

En pratique, il n'est pas exclu qu'un financement au moyen d'un prêt mezzanine inclue et contienne déjà un accord de postposition en cas de surendettement au sens de l'art. 725b al. 1 P-CO, mais ce n'est pas nécessairement le cas, du moins pas du simple fait des caractéristiques inhérentes à un tel bail de fonds. Les parties peuvent néanmoins conclure un contrat qui prévoit les conséquences en cas de surendettement de la société et celui-ci vaudra accord de postposition pour autant qu'il remplisse l'ensemble des conditions susmentionnées.

3. *Faillite et risque de requalification du prêt mezzanine*

L'inévitable s'est produit : la société est en faillite. Chaque participant, fût-il bailleur de fonds étrangers ou propriétaire de droits de participation au capital social, va désormais tenter de récupérer au mieux sa mise initiale. Dans ce contexte, se pose la question de la position de l'investisseur mezzanine, en particulier compte tenu de la subordination caractéristique de son bail de fonds et en relation, cas échéant, avec la conclusion d'un éventuel accord de postposition.

Selon une partie de la doctrine, il existe un risque de requalification de certains fonds étrangers en fonds propres, avec pour conséquence l'application du régime légal y relatif : un tel prêt requalifié ne serait pas colloqué dans le cadre de la faillite de la société¹⁷⁸. En bref, les fonds prêtés seraient perdus.

La requalification de fonds étrangers en fonds propres est un principe importé du droit allemand, dont l'application est controversée en droit Suisse¹⁷⁹. D'après la doctrine majoritaire, ce risque de requalification concerne en particulier le prêt octroyé par un actionnaire (principal) à la société, société qui se trouverait ultérieurement en situation de surendettement¹⁸⁰. Toutefois, la doctrine majoritaire s'oppose à cette requalification en fonds propres car les conséquences en seraient disproportionnées. Le principe de l'exercice ménager d'un droit (*schonende Rechtsausübung*), exigerait que de tels fonds étrangers fassent tout au plus l'objet d'une subordination¹⁸¹. Par ailleurs, ce risque de requalification ne concernerait pas les prêts mezzanine et ce pour plusieurs raisons¹⁸² :

En premier lieu, l'investisseur mezzanine n'est en principe pas actionnaire, à tout le moins pas dans le cas d'instruments fondés sur des apports de fonds

¹⁷⁸ GLANZMANN, Rangrücktritt, p. 20 ; BARTHOLD, p. 232-233.

¹⁷⁹ FRICK, N 935, et références citées.

¹⁸⁰ FRICK, N 937, et références citées.

¹⁸¹ FRICK, N 937 ; BÖCKLI, § 13, N 779 ; BARTHOLD, p. 232-233.

¹⁸² FRICK, N 938 ; BARTHOLD, p. 23 ss.

propres. Dans l'hypothèse de l'octroi par la société d'un *equity kicker* sous forme de droit de conversion, respectivement d'option, l'investisseur ne sera pas non plus actionnaire avant l'exercice du droit correspondant, et ne le deviendra qu'en l'absence de revente immédiate des titres de participation ainsi acquis. Par ailleurs, en cas de droit de conversion, la créance initiale disparaît des fonds étrangers par compensation afin de libérer les droits de participation. La question d'un risque de requalification ne se pose donc plus.

En deuxième lieu, le prêt mezzanine est par définition subordonné, assurément de manière simple, mais parfois également de manière qualifiée, et ce, dès l'origine. À l'exception d'un éventuel accord de postposition subséquent au sens de l'art. 725 al. 2 CO, les caractéristiques d'un tel prêt n'évoluent pas en raison d'un surendettement de la société.

En troisième lieu, les intérêts de l'investisseur mezzanine ne sont pas les mêmes que ceux d'un actionnaire. Là où ceux du premier sont essentiellement, pour ne pas dire exclusivement pécuniaires, ceux du second sont en principe sociétaires. En ce sens déjà, leurs intérêts ne sont pas équivalents pour ce qui a trait à la survie de la société.

L'octroi d'un *equity kicker* à l'investisseur mezzanine lui permet certes d'entrer au capital de la société, mais c'est en principe dans le but de revendre les droits de participation ainsi acquis dans un court laps de temps afin de réaliser le gain substantiel attendu et tant espéré.

IV. Conclusion

Nous vivons dans une situation sans précédent en ce qui concerne la disponibilité de moyens financiers qui demandent à être investis : il n'y a jamais eu autant d'argent dans le monde qu'aujourd'hui. En outre, l'appétit de financement n'a jamais été aussi grand qu'aujourd'hui : en raison des intérêts négatifs ou de l'inflation galopante, l'argent qui dort perd sa valeur et perd de son éclat au fil du temps ! Pour ainsi dire comme une voiture stationnée sous la pluie qui est sujette à corrosion au fil des années.

Dans ce contexte, le financement mezzanine sous forme de dette avec *equity kicker* permet de réunir le meilleur de deux mondes : la stabilité du rendement de la dette combinée avec la dynamique d'une participation à la potentielle plus-value de l'entreprise. Un vrai mariage au paradis !

En outre, l'instrument est très versatile : par exemple, la composante dette peut être aménagée de manière à ménager la liquidité en prévoyant un paiement d'intérêts unique à l'échéance du prêt ; la composante actions quant à elle peut être aménagée en prévoyant une conversion de la dette en fonds propres (droit

de conversion) ou alors en prévoyant l'accès aux fonds propres tout en laissant en place la dette (droit d'option).

Enfin, en ce qui concerne l'accès au capital, le prix de cet accès fera l'objet de négociations entre la société et le fournisseur de la mezzanine. Le conseil d'administration de la société ne sera cependant pas entièrement libre dans cette dernière : en tant qu'agent de la société et des actionnaires, il devra respecter un certain nombre de cautions surtout lorsque l'émission de la mezzanine n'est pas ouverte aux actionnaires existants. Dans ce cas, l'intérêt de la société, l'égalité de traitement et le principe d'objectivité (*Sachlichkeitsgebot*) guideront son action. Le projet de nouveau droit renforce même cette protection en l'appliquant non seulement à la question de la possibilité ou pas pour l'actionnaire de participer à un tel financement mezzanine comme sous le droit actuel, mais aussi à la question des conditions (prix) auxquelles les investisseurs pourront y participer.

V. Bibliographie

A. Monographies

Simone BAUMANN, Crowdfunding im Finanzmarktrecht, in Dieter ZOBEL *et al.* (éds), SSFM 2014, p. 1 ss ; **Peter BÖCKLI**, Schweizer Aktienrecht, 4^e éd., Zurich 2009 ; **Roland BÖHI**, Das verdeckte Eigenkapital im Steuerrecht, Zürich 2014 ; **Jean-Luc CHENAUX/Lise DUMMERMUTH**, Les plans d'intéressement, CEDIDAC 2014, p. 1 ss ; **Jean Nicolas DRUEY/Eva DRUEY JUST/Lukas GLANZMANN**, Gesellschafts- und Handelsrecht, 12^e éd., Zürich 2021 ; **Peter FORSTMOSER/Arthur MEIER-HAYOZ/Peter NOBEL**, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996 ; **Lukas GLANZMANN**, Umstrukturierungen. Eine systematische Darstellung des schweizerischen Fusionsgesetzes, 3^e éd., Berne 2014 (cité : GLANZMANN, Umstrukturierungen) ; **Carlo LOMBARDINI**, Droit bancaire suisse, Zurich 2008 ; **Arthur MEIER-HAYOZ/Peter FORSTMOSER**, Schweizerisches Gesellschaftsrecht mit Einbezug des künftigen Rechnungslegungsrechts und der Aktienrechtsreform, Bern 2012 ; **Arthur MEIER-HAYOZ/Hans Caspar VON DER CRONE**, Wertpapierrecht, Bern 2018 ; **Oliver MÜLLER-KÄNEL**, Mezzanine Finance – Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung (Swiss Private Equity & Corporate Finance), 3^e éd., Berne 2009 ; **Hans Caspar VON DER CRONE**, Aktienrecht, Bern 2020 (cité : VON DER CRONE, Aktienrecht) ; **Ulysses VON SALIS-LÜTOLF**, Private Equity – Finanzierungsverträge, Zurich 2002 (cité : VON SALIS-LÜTOLF, Private Equity).

B. Thèses

Isabelle CHABLOZ, Actionnaires dans les sociétés cotées : actions légales et gouvernance. Étude comparée : Suisse, Australie, Allemagne, thèse d'habilitation Fribourg, Zurich 2012 ; **Ulysse DUPASQUIER**, Le financement d'une jeune société – Environnement légal et rapports entre les acteurs du financement de jeunes sociétés anonymes, dans le cadre du financement

par fonds étrangers et fonds propres du financement participatif et des ICO, thèse Neuchâtel, Bâle 2019 ; **Jürg FRICK**, Private Equity im Schweizer Recht, thèse Zurich, SSHW n° 272, Zurich 2009 ; **Martin LIEBI**, Private Investments in Public Equity (PIPEs), thèse Zurich, SSFM n° 122, Zurich 2017 ; **Luca URBEN**, La rémunération des dirigeants en droit suisse de la société anonyme, thèse Lausanne, CEDIDAC, Lausanne 2015.

C. Articles dans des revues

Martin AESCHLIMANN/Mario MARTI, Kapitalherabsetzung und Kapitalerhöhung in Sanierungsfällen, EF 11/20, p. 864 ss ; **Beat M. BARTHOLD**, Mezzanine-Finanzierung von Unternehmensübernahmen und Jungunternehmen, SZW 2000, p. 224 ss ; **René BÖSCH/Benjamin LEISINGER**, Contingent Convertible Bonds – CoCos. Umsetzung in der Schweiz, RSDA 2012, p. 2 ss ; **Dieter DUBS**, Genehmigtes Kapital als Abwehrmassnahme, GesKR 2006, p. 43 ss ; **Olivia FEUSI**, Der originäre Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft, EF 6-7/20, p. 416 ss ; **Frank GERHARD**, Contingent Value Rights in Public Takeovers : Analysis under Swiss Law, EFRA 2006, p. 249 ss (cité : GERHARD, Contingent) ; **Dieter GERICKE**, Mindestausgabebetrag bei der Kapitalerhöhung, GesKR 2/2016, p. 229 ss (cité : GERICKE, Mindestausgabebetrag) ; **Dieter GERICKE/Daniel MADANI**, La marge de fluctuation du capital (art. 653s-653v P-CO), SJZ 2021, p. 739 ss ; **Dieter GERICKE/Andreas MÜLLER/Daniel HÄUSERMANN/Nina HAGMANN**, Aktienrechtsentwurf 2016 : Verbesserungen, aber auch Schwachstellen, GesKR 1/2017, p. 28 ; **Lukas GLANZMANN**, Verrechnungsliberierung. Absage an die Werthaltigkeitstheorie, GesKR 2008 (Sondernummer), p. 15 ss (cité : GLANZMANN, Verrechnungsliberierung) ; **Lukas GLANZMANN**, Rangrücktritt oder Nachrangvereinbarung ? – Anwendungsbereiche, Ausgestaltung und Grenzen zweier ungleicher Instrumente der Mezzanine-Finanzierung, GesKR 2007, p. 6 ss (cité : GLANZMANN, Rangrücktritt) ; **Lukas GLANZMANN/Merens DERUNGS**, Kapitalerhöhung zu pari – Ist das noch zulässig ?, GesKR 2019, p. 206 ss ; **Lino HÄNNI**, Le principe de l'exercice mesuré des droits : commentaire de l'arrêt du Tribunal fédéral 4A_531/2017 du 20 février 2018, GesKR 2018, p. 390 ss ; **Daniel HAYEK/Remo WAGNER**, Die Subordination von Darlehen, AJP 2018, p. 1087 ss ; **Eric HAYMANN/Thomas U. REUTTER**, Bedingtes Kapital für Mitarbeiteroptionen Anmerkungen zu einigen praktischen Problemen, Expert Focus 2000, p. 781 ss ; **Michel JACCARD/Erol BARUH**, Capital-risque et financement par étapes (staged financing), GesKR 2007, p. 280 ss ; **Manuel MEYER/Michael ZELLER**, Pflichtwandelanleihen aus bedingtem Kapital, GesKR 2017, p. 185 ss ; **Thomas U. REUTTER/Annina HAMMER**, Lediglich "Punktuelle Anpassungen und Präzisierungen der Bestimmungen zum bedingten Kapital" ? Bedingt zutreffend !, RSDA 2021, p. 302 ss ; **Jacques-André REYMOND**, La responsabilité des réviseurs ou le mythe de la perfection (Exposé présenté à la Société genevoise de droit et de législation le 20 mars 1995), SJ 1995, p. 373 ss ; **Tom SCHAFFNER/Adam WEIBEL**, Die Festsetzung des Ausgabebetrags in der Kapitalerhöhung, GesKR 2017, p. 307 ss ; **Paul THALMANN**, Bares ist Wahres. Zur Liberierung in Fremdwährungen nach schweizerischem Aktienrecht, Reprax 4/2003, p. 19 ss ; **Markus VISCHER**, Kapitalerhöhung, Kapitalherabsetzung, insb. Innerhalb des Kapitalbands, und der Erwerb und die Veräusserung eigener Aktien, SZW 2021, p. 321 ss ; **Hans Caspar VON DER CRONE**, Kapitalerhöhungen mit Maximalbetrag, Reprax 1/2000, p. 1 ss (cité : VON DER CRONE, Kapitalerhöhungen) ; **Hans Caspar VON DER CRONE/Giovanni DAZIO**, Das Kapitalband im neuen Aktienrecht. Flexibilisierung der Kapitalveränderung durch Art. 653s-653v revOR, RSDA 5/2020, p. 505 ss ; **Ulysses VON SALIS-LÜTOLF**, Risiko- und Gewinnverteilung bei

privaten Finanzierungen Rechtlicher Gestaltungsspielraum bei Finanzierungsverträgen für Start-Ups und KMU, RSJ 2001, p. 213 ss (cité : VON SALIS-LÜTOLF, Start-Ups).

D. Articles publiés dans des ouvrages collectifs

Jean-Luc CHENAUX/Loïc PFISTER, Aspects juridiques de l'assainissement (cadre, outils et responsabilité), in Lauren OJHA (éd.), Aspects pratiques du droit de l'entreprise (CEDIDAC – Centre de droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne), Lausanne (CEDIDAC) 2010, p. 95-189 ; **Frank GERHARD**, Private Investments in Public Equity (PIPEs) in der Schweiz, in Thomas U. REUTTER/Thomas WERLEN (éds), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich 2010, p. 195 ss (cité : GERHARD, PIPEs) ; **Dieter GERICKE**, Vorzugsrechte des Venture Capital-Investors, in Dieter GERICKE (éd.), Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments, Zurich 2011, p. 111 ss (cité : GERICKE, Vorzugsrechte) ; **Dieter GERICKE/Margrit MARTI**, KISS und SAFE: Neue Strukturen für Venture Investments, in Gericke DIETER (éd.), Private Equity, Venture Capital Reinvented : Markt Recht, Steuern, Zurich 2020, p. 71 ss ; **Thomas U. REUTTER/Daniel RAUN**, Contingent Capital, bedingtes Kapital und Wandlungskapital, in Thomas U. REUTTER/Thomas WERLEN (éds), Kapitalmarkttransaktionen VI, EIZ – Europa Institut Zürich, Zurich 2011, p. 25 ss ; **Thomas U. REUTTER/Annette WEBER**, Capital “On Demand” : Equity Lines/Share Subscription Facilities for Swiss Listed Companies, in René BÖSCH *et al.* (éds), Swiss Capital Markets Law 2016-18 (CapLaw), Zurich 2016, p. 18 ss (cité : REUTTER/WEBER, Capital) ; **Thomas U. REUTTER/Annette WEBER**, Wandelanleihen, in Thomas U. REUTTER/Thomas WERLEN (éds), Kapitalmarkttransaktionen XIII, EIZ – Europa Institut Zürich, Zurich 2011, p. 127 ss (cité : REUTTER/WEBER, Wandelanleihen) ; **Georg WEBER**, § 80 Eigenkapital-ähnliche Finanzierungen (genussrechte, Mezzanine Darlehen, stille Beteiligungen), in Willi FISCHER *et al.* (éds), Handbuch Schweizer Aktienrecht, Bâle 2014 ; **Alexander WYSS**, Finanzierung von Jungunternehmen, Der Aktionärsbindungsvertrag (2. Teil), in Treuhänder-Kammer, Schweizerische Kammer der Wirtschaftsprüfer und Steuerexperten (éd.), Der Schweizer Treuhänder, Zurich 2006, p. 514 ss.

E. Commentaires

Conradin CRAMER, Art. 620-659b OR : die Aktiengesellschaft : allgemeine Bestimmungen, Zürcher Kommentar, 2^e éd., Zurich/Bâle/Genève, 2016 (cité : CRAMER, art. X, N Y) ; **Heinrich HONSELL/Nedim Peter VOGT/Rolf WATTER** (éds), Obligationenrecht II : Art. 530-964 OR inkl. Schlussbestimmungen, Basler Kommentar, 5^e éd., Bâle 2016 (cité : BSK OR II-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Markus MÜLLER-CHEN *et al.*** (éds), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personengesellschaften und Aktiengesellschaft (Art. 530-771 OR) inkl. VegüV, 3^e éd., Zurich 2016 (cité : HK-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Rino SIFFERT/Nicholas TURIN** (éds), HRegV, Stämpflis Handkommentar, Berne 2013 (cité : HK HRegV-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Pierre TERCIER/Marc AMSTUTZ/Rita TRIGDADE** (éds), Code des obligations II, Commentaire romand, 2^e éd., Bâle 2017 (cité : CR CO II-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Luc THÉVENOZ/Franz WERRO** (éds), Code des obligations I, Commentaire romand, 2^e éd., Bâle 2012 (cité : CR CO I-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Rolf WATTER/Nedim Peter VOGT/Rudolf TSCHÄNI/Daniel DAENIKER** (éds), Fusionsgesetz, Basler Kommentar, 2^e éd.,

Bâle 2015 (cité : BSK FusG-AUTEUR, art. X, N Y) ; **Lüchinger Widmer/David Oser (éds)**, Obligationenrecht I, Basler Kommentar, 7^e éd., Bâle 2019 (cité : BSK OR I-AUTEUR, art. X, N Y).

F. Autres publications

Thomas ENZ/Cesare RAVARA, Economic Briefing N° 42 – Financement mezzanine – un instrument hybride prometteur (Crédit Suisse Economic Research), Zurich 2005.

G. Textes officiels

Conseil fédéral, Message du 23 novembre 2016 concernant la modification du code des obligations (Droit de la société anonyme), FF 2017 353 ; **Nouveau droit de la société anonyme**, Code des Obligations (droit de la société anonyme), Modification du 19 juin 2020, RO 2020 4005.

LSFin et MiFID II : quel modèle pour la protection de l'investisseur ?

CARLO LOMBARDINI*

Professeur associé à l'Université de Lausanne

Avocat au barreau de Genève

Table des matières

I. Introduction.....	100
II. Droit privé et droit public.....	101
III. Les acteurs	103
A. En général	103
B. Les gérants de fortune	103
C. Les producteurs d'instruments financiers	104
D. Le conseil en placement	105
IV. La catégorisation des clients.....	105
A. Le principe	105
B. La protection différenciée	106
C. La diminution de la protection	107
V. Les risques des instruments financiers.....	108
A. En général	108
B. Le risque générique ou le risque spécifique	109
C. Le risque et la complexité d'un instrument financier.....	110
VI. Le conseil en placement	111
A. Introduction.....	111
B. Le conseil ponctuel et le conseil durable	112
C. Le conseil dépendant ou le conseil indépendant	114
VII. Le mandat de gestion	114
VIII. Conclusion	116
IX. Bibliographie	117

I. Introduction

Si tout le monde s'accorde à dire que l'investisseur doit être protégé, savoir ce que cela signifie et comment assurer cette protection est, en théorie et en pratique, difficile¹.

Protéger quelqu'un signifie le mettre à l'abri de la réalisation possible d'un risque². Or, l'investisseur court, à partir du moment où il acquiert un instrument financier, divers risques dont la réalisation peut engendrer des pertes sévères. Tous les instruments financiers ont une valeur qui fluctue. Cette constatation est exacte même pour un instrument financier aussi simple qu'une obligation à taux fixe d'un débiteur solvable lors d'une hausse des taux d'intérêts. En ceci, le domaine financier se différencie du domaine bancaire. En matière bancaire, le client d'une banque est le créancier d'une somme d'argent qui doit être protégé autant que faire se peut contre le risque d'insolvabilité de son établissement. En revanche, en matière financière, le risque de pertes est intrinsèque à toute opération, même la plus anodine.

Instinctivement, et dans un premier temps, il serait possible de considérer que protéger l'investisseur signifie prendre les mesures nécessaires pour qu'il ne subisse pas de pertes. Cela n'est toutefois pas compatible avec le fait d'effectuer des opérations sur le marché financier. Il est donc nécessaire d'avoir une approche plus nuancée de la question. Par ailleurs :

- l'épargnant doit en général devenir investisseur pour faire fructifier ses économies, assurer son train de vie ou préparer sa retraite, ce qui est le cas dans la période actuelle de taux d'intérêts bas ou négatifs. En période d'inflation, il veut éviter de s'appauvrir ;
- le marché financier sert à l'économie et tant le marché financier que l'économie ont besoin des investisseurs pour fonctionner ; le marché financier joue un rôle essentiel dans le développement de l'économie en assurant l'allocation des ressources en son sein, en permettant la rencontre entre investisseurs et émetteurs d'instruments financiers et en donnant un prix aux risques qui y sont négociés.

* Le texte de la présente contribution reprend largement des parties de l'ouvrage de l'auteur « Gestion de fortune : réglementation, contrats et instruments », livre consacré à ce thème. L'auteur remercie Clémence Métrailler pour son aide précieuse lors de l'élaboration du texte final.

¹ BÖSCH, p. 451 ; BÜRЛИ-BORNER, p. 236 ; LUCHSINGER GÄHWILER, p. 88 ss. Voir aussi les divers ouvrages qui évoquent dans leur titre le thème de la protection : BECK ; LOMBARDINI, La protection de l'investisseur ; GORTSOS.

² LOMBARDINI, Gestion de fortune, p. 4 ss.

II. Droit privé et droit public

Si, par le passé, les thèmes liés à la gestion de fortune étaient plutôt abordés sous l'angle du droit privé, le droit public prend désormais de plus en plus d'importance. Ainsi, le droit suisse est passé des quelques lignes de l'art. 11 LBVM et de l'art. 20 LPCC aux nombreuses dispositions de la LSFin et de l'OSFin. En droit européen, MiFID II, MiFIR et leurs textes d'application comprennent des centaines d'articles.

Les intentions derrière cette percée du droit public sont louables. Le droit privé intervient en général après les événements pour déterminer les conditions auxquelles un investisseur peut être indemnisé. Le droit public se manifeste en amont pour éviter des difficultés ou détecter à l'avance des initiatives qui auraient été vouées à l'échec. Il permet également d'entraver les projets de personnes habitées d'intentions malhonnêtes ou n'ayant à l'évidence pas les compétences nécessaires pour exercer une activité dans le domaine financier³.

La présence du droit public diminue la possibilité qu'ont les parties de régler librement leurs rapports juridiques. La question se pose par ailleurs de savoir comment les normes de droit public et de droit privé doivent s'articuler sur des thèmes parfois identiques, sinon semblables.

Toute une série de théories ont été élaborées par la doctrine, théories qui doivent être testées par les tribunaux. En pratique, il nous semble que si le respect des normes de droit public permet de donner une certaine sécurité à l'intermédiaire financier, le droit privé garde une autonomie propre et peut conduire à des solutions différentes que celles du droit public⁴.

Ainsi :

- le régime de *l'information en matière de risques* dans les rapports *execution only*. Un magistrat civil dans un cas particulièrement choquant pourrait considérer qu'une banque aurait dû fournir au client une information plus précise portant notamment sur les risques spécifiques d'un instrument financier. Par ailleurs, le droit privé a instauré par voie prétorienne⁵ un régime de responsabilité lorsque le client n'est à l'évidence pas conscient des risques qu'il court et qu'il se fie à la banque, qui est sa contrepartie. Rien ne permet de penser que cette source de responsabilité disparaîtra ;
- la *classification de la clientèle* selon les règles de droit public se fait *ex ante* selon des paramètres très généraux qui ne tiennent nullement compte de la

³ LOMBARDINI, Gestion de fortune, p. 3 ss.

⁴ Voir AMADÒ ; AMADÒ/MOLO/DE VECCHI ; EMMENEGGER ; JUTZI/EISENBERGER ; KUERT ; RAYROUX/MEHMETAJ.

⁵ TF, arrêt 4A_189/2007 du 31 juillet 2007, c. 2.3.

connaissance et de l'expérience concrète d'un client. On peut ainsi concevoir qu'une banque, de bonne foi ou pour des motifs qui lui sont propres, décide de considérer qu'un client a l'expérience et la connaissance requises pour effectuer certaines transactions, mais qu'un juge civil à l'occasion d'un litige arrive à la conclusion contraire⁶ ;

- dans le domaine du conseil en placement, la distinction entre *conseil ponctuel* et *conseil durable*, justifiée en théorie, peut se révéler difficile à gérer en pratique ; le rapport de conseil peut ne pas s'épuiser dans un échange limité et le client peut commencer à demander à sa contrepartie des informations qui portent sur des paramètres de l'investissement à effectuer qui sont plutôt relatifs au conseil durable⁷.

En droit de l'Union Européenne, les règles de la MiFID II et de MiFIR existent à côté d'un régime de droit privé qui relève toujours du droit national de chaque État membre. La question de l'articulation de ces deux régimes fait l'objet de nombreuses contributions doctrinales⁸. De surcroît, contrairement au domaine bancaire, une autorité de surveillance unique européenne n'existe pas, mais l'ESMA essaie d'assurer une coordination des pratiques de surveillance nationales, tout en ne pouvant pas intervenir directement sur les entreprises d'investissement.

Il est compréhensible que le droit suisse ait décidé ne pas reprendre intégralement les règles de l'Union Européenne. Celles-ci ont pour but de créer un marché unique et elles s'adressent à une clientèle qui est principalement locale. La Suisse est une place financière *offshore* qui s'adresse, en dehors du marché local assez limité, à une clientèle internationale, laquelle a en principe les moyens de sauvegarder ses propres intérêts. On peut d'ailleurs se réjouir du fait que le droit suisse présente une densité normative nettement inférieure à celle du droit européen, lequel contient des règles de ce type dont la lecture laisse songeur :

*« Lorsque les informations mentionnent les risques pertinents, cette mention utilise une police d'une taille au moins égale à celle employée de manière prédominante dans les informations communiquées et la mise en page met cette mention en évidence. »*⁹

⁶ LOMBARDINI, Gestion de fortune, p. 108 ss.

⁷ LOMBARDINI, Gestion de fortune, p. 185 ss.

⁸ ASSMANN ; BUCK-HEEB ; BUSCH, *The Private Law Effect* ; DELLA NEGRA ; TISON ; TRÖGER/OPITZ.

⁹ Art. 44 par. 2 lit. c Règlement délégué 2017/565.

III. Les acteurs

A. En général

Les intermédiaires financiers sont le trait d'union entre les investisseurs et le marché financier. Ils alimentent le marché financier en activités et en produits. Ils influencent le processus de prise de décision des investisseurs, dont ils sont en quelque sorte les guides. Ils disposent de plus d'informations que les investisseurs et maîtrisent mieux les questions techniques qui se posent. Ils sont poussés par la nécessité, légitime, de réaliser un profit dans leurs activités. Des cautions doivent donc être prises pour s'assurer qu'ils n'abusent pas de leur position, qu'ils disposent des capacités nécessaires pour exercer leur activité et faire face à leurs engagements. D'où la nécessité (i) de les soumettre à un régime d'autorisation et de surveillance, (ii) de poser des exigences organisationnelles et (iii) d'exiger le respect des règles de conduite dans les rapports avec les clients¹⁰.

B. Les gérants de fortune

On ne peut que se réjouir du fait que le droit suisse, avec la LEFin, a enfin soumis à réglementation les gérants de fortune indépendants (art. 2 al. 1 lit. a LEFin).

La réglementation des gérants de fortune était indispensable et avait été recommandée depuis plus de 20 ans. Il est regrettable que le législateur suisse ait déversé toutes ses énergies dans le domaine de la lutte anti-blanchiment et n'ait pas jugé bon de s'intéresser pendant longtemps à un secteur d'activité où des pertes régulières et importantes ont été subies par des clients ignares.

Les gérants de fortune représentent encore une population très hétéroclite. Certains acteurs gèrent des actifs importants avec beaucoup de talent et plus de flexibilité que la plupart des établissements bancaires. D'autres regroupent des personnes qui n'ont pas rencontré beaucoup de succès dans leur activité professionnelle pour des banques. En toute hypothèse, le problème qui se pose toujours est celui de la couverture des éventuelles pertes que les clients peuvent subir. Les banques ne gèrent pas forcément mieux que les gérants indépendants, mais disposent en général des fonds propres nécessaires pour faire face aux pertes que les clients peuvent subir. Quelle que soit la réglementation désormais en vigueur, tel ne sera pas forcément le cas avec certains gérants de fortune.

¹⁰ LOMBARDINI, *Gestion de fortune*, p. 5.

C. Les producteurs d'instruments financiers

La crise de 2007 a suscité une réflexion sur le rôle des producteurs d'instruments financiers. Les instruments financiers peuvent en effet causer des dégâts très importants, non seulement à leurs acquéreurs, mais aussi à la collectivité¹¹.

Le producteur d'un instrument connaît mieux que quiconque les caractéristiques, le fonctionnement ainsi que les risques et bénéfices de l'instrument qu'il conçoit, tout comme les facteurs qui peuvent influencer la variation de ces paramètres ; il peut les identifier et les exposer de façon objective. Il a donc une forme de responsabilité à l'égard des futurs acquéreurs des instruments et de la collectivité. Il ne peut se désintéresser des créatures qu'il conçoit.

En droit suisse, les producteurs d'instruments financiers sont soumis de façon très limitée à la LSFIn (art. 3 lit. i LSFIn). Ils sont définis comme les personnes qui créent un instrument financier ou modifient un instrument financier existant, y compris son profil de risque et de rendement, ou les frais liés au placement dans l'instrument financier.

La LSFIn se limite à prévoir que le producteur d'instruments financiers doit établir une feuille d'information de base pour les instruments qu'il crée ou modifie (art. 58 al. 1 LSFIn). La feuille d'information de base « *expose les indications essentielles permettant aux investisseurs de prendre une décision de placement fondée et de comparer divers instruments financiers entre eux* » (art. 60 al. 1 LSFIn).

En droit de l'UE, des règles détaillées encadrent le processus de création d'instruments financiers, d'une part, et les rapports des producteurs et des distributeurs d'instruments, d'autre part.

La Directive déléguée 2017/593 pose, en se fondant sur MiFID II, des règles en matière de gouvernance des produits beaucoup plus détaillées que celles de la LSFIn¹². On se référera également sur ce thème aux *Guidelines on MiFID II product governance requirements* de l'ESMA. Fondamentalement, les instruments financiers doivent être conçus pour une certaine clientèle et être commercialisés auprès de cette clientèle.

¹¹ BAISCH/WEBER ; BUSCH, *Product Governance* ; EKKENGA ; SERVAIS ; SPINDLER ; VERVLIT.

¹² BAISCH/WEBER, *Product Governance* ; BRENNCKE, *Der Zielmarkt* ; BUSCH, *Product governance* ; ESMA, *Consultation paper des Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, ESMA 35-43-748, p. 14 ss ; HEPPEKAUSEN/SÄNGER/LUDWIG/DEISING, § 80 WpHG in BAAS/BUCK-HEEB/WERNER.

D. Le conseil en placement

Le droit suisse, contrairement au droit de l'Union Européenne, ne réglemente pas la seule activité de conseil en placement. Ce choix est compréhensible, mais il est évident que la présence d'une zone de non-réglementation peut attirer des intermédiaires malhonnêtes, réticents à être soumis à surveillance.

IV. La catégorisation des clients

A. Le principe

Les clients des prestataires de services financiers peuvent appartenir à des catégories différentes et la protection qui leur est offerte peut être modulée selon la catégorie à laquelle ils appartiennent¹³. Théoriquement, les investisseurs doivent pouvoir bénéficier de la protection qui est la plus appropriée pour eux. En pratique, les investisseurs appartenant à la même catégorie bénéficient du même régime, alors qu'ils peuvent représenter des réalités très différentes. Une certaine forme d'injustice individuelle est inhérente à la rationalisation imposée par le législateur¹⁴.

La catégorisation des clients est importante. Elle n'est pas statique et doit être revue régulièrement, notamment pour déterminer si le client satisfait toujours aux exigences qui ont justifié son insertion dans une certaine catégorie. Le client doit être averti de la catégorie à laquelle il appartient.

La LSFin distingue entre clients privés, clients professionnels et clients institutionnels. Les clients privés sont définis négativement : il s'agit des clients qui n'appartiennent pas aux autres catégories (art. 4 LSFin). Les clients institutionnels sont la catégorie la plus sophistiquée des clients professionnels.

La MiFID II distingue entre clients de détail, clients professionnels et contreparties éligibles. Les clients de détail sont les clients qui n'appartiennent pas aux autres catégories ; la catégorie est très vaste. Elle recouvre tant des personnes physiques que des personnes morales. Les contreparties éligibles recouvrent les clients qui sont censés avoir un besoin de protection très limité, voire inexistant.

¹³ LOMBARDINI, Gestion de fortune, p. 93 ss ; BRAIDI ; CONTRATTO ; GOLLIER/STANDAERT.

¹⁴ Voir l'art. 44 par. 2 lit. d du Règlement délégué 2017/565 qui se réfère à la fourniture d'informations « suffisantes et présentées d'une manière compréhensible par le membre moyen du groupe auquel elles s'adressent ou auquel il est probable qu'elles parviennent » (nous soulignons).

Cela étant, le statut de contrepartie éligible ne s'applique qu'à certains services d'investissement : la réception, la transmission et l'exécution d'ordres pour le compte de tiers ainsi que la négociation pour compte propre (art. 30 par. 1 al. 1 *in initio* MiFID II). Compte tenu de la teneur de l'art. 30 par. 1 al. 1 MiFID II, lorsque l'on traite avec une contrepartie éligible il n'est pas nécessaire de respecter l'obligation d'agir « *d'une manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts desdits clients* ». En revanche, l'art. 30 par. 1 al. 2 MiFID II reste applicable. À teneur de cette disposition :

« *les entreprises d'investissement agissent d'une manière honnête, équitable et professionnelle et communiquent d'une façon correcte, claire et non trompeuse, compte tenu de la nature de la contrepartie éligible et de son activité* ».

En matière de conseil en placement et de gestion de fortune, la contrepartie éligible doit être catégorisée soit comme client de détail, soit comme client professionnel.

B. La protection différenciée

Dans le système mis en place, on présume que certains clients ont un besoin de protection limitée et qu'ils disposent soit des connaissances ou de l'expérience nécessaires leur permettant d'apprécier les risques qu'ils encourent, soit des moyens financiers pour s'entourer de conseillers¹⁵.

Le système n'est pas rigide. À certaines conditions, les clients peuvent changer de catégorie pour bénéficier de moins ou de plus de protection. Le client peut vouloir bénéficier de moins de protection pour avoir plus de flexibilité dans la gestion des rapports contractuels et de choix dans les instruments proposés et/ou pour bénéficier de services moins chers.

Les paramètres pertinents pour que les clients puissent bénéficier d'un régime plus flexible et moins coûteux, mais moins protecteur, sont leur *fortune* ainsi que leurs *connaissances* et leur *expérience*.

En ce qui concerne *la fortune*, en réalité, la question qui se pose est l'importance et la composition du patrimoine. Il n'est pas toujours justifié de limiter la protection du client en tenant compte de sa fortune. Le client nanti peut n'avoir aucune idée des risques associés à certains instruments financiers ; il peut par ailleurs s'entourer de mauvais conseillers.

Les *connaissances* du client signifient que ce dernier sait quels sont les divers risques liés à un instrument financier. La connaissance peut être le fruit d'un

¹⁵ LOMBARDINI, Gestion de fortune, p. 101 ss.

travail de recherche. Un prestataire de services peut fournir à un client des connaissances théoriques (art. 14 al. 3 LSFin) ; il ne peut pas lui transmettre l'expérience.

L'*expérience* du client, son vécu, représente un outil de formation très important ; elle lui permet d'avoir une perception concrète des risques encourus, surtout si le client subit des pertes. En revanche, un client peut ne pas avoir d'expérience lors de l'ouverture d'un compte et acquérir de l'expérience ultérieurement de par les transactions effectuées.

Il peut d'ailleurs être dangereux d'acquérir des instruments financiers risqués et réaliser d'entrée de jeu des bénéfices ; le client chanceux peut méconnaître de la sorte des risques réellement encourus qui, *in fine*, peuvent se concrétiser¹⁶.

C. La diminution de la protection

Dans la LSFin, les exigences posées pour qu'un client privé devienne professionnel sont assez limitées (art. 5 al. 1 et 2 LSFin).

Dans le régime de MiFID II, la diminution de la protection consentie au client privé qui veut devenir professionnel n'est pas automatique simplement parce que le client le désire, mais doit être le fruit d'un processus réfléchi. Elle doit avoir lieu à l'initiative du client et non de l'entreprise d'investissement. Le client ne peut pas imposer en la matière sa volonté au prestataire de services. La procédure prévue dans MiFID II doit être respectée.

Toujours selon MiFID II « *cette diminution de la protection accordée par les règles de conduite n'est réputée valide qu'à la condition qu'une évaluation adéquate, par l'entreprise d'investissement, de la compétence, de l'expérience et des connaissances du client lui procure l'assurance raisonnable, à la lumière de la nature des transactions ou des services envisagés, que celui-ci est en mesure de prendre des décisions d'investissement et de comprendre les risques qu'il encourt* ». Cette évaluation doit être le fait de l'entreprise et non du client ; l'entreprise d'investissement doit tenir compte « *de la nature des transactions*

¹⁶ Voir le client dans la cause TF, arrêt 4A_248/2018 du 12 septembre 2019, c. 2.3.2 qui avant de subir des pertes très importantes obtient des gains qui ne sont pas insignifiants : « *Die Vorinstanz hat namentlich als unbestritten festgestellt, dass der Beschwerdeführer im Jahr 2010 mit 12 Devisentransaktionen einen Verlust von rund EUR 20'000.– und im Jahre 2011 mit rund 30 Transaktionen einen Gewinn von rund Fr. 100'000.– erzielte. Aus der Darstellung der Beschwerdegegnerin, welche der Beschwerdeführer zumindest nicht ausdrücklich respektive in nicht hinreichend konkreter Weise bestreitet, ergibt sich, dass der Verlust aus Devisentransaktionen im Jahre 2013 rund EUR 160'000.– betrug und der Gewinn aus 729 Transaktionen im Jahre 2014 rund EUR 1'070'000.–* ».

ou des services envisagés » et ne peut donc procéder à une appréciation purement abstraite.

Enfin, le changement de catégorie selon la MiFID II peut concerner « *un service d'investissement ou une transaction déterminée, soit encore pour un type de produits ou de transactions* » (Annexe II II.2 premier tiret). Tel n'est pas le cas dans la LSFIn.

V. Les risques des instruments financiers

A. En général

La question de la relation de l'investisseur avec les risques des instruments financiers est essentielle. En achetant un instrument financier, l'investisseur acquiert, en plus de sa position de propriétaire de l'instrument, les risques incorporés dans l'instrument. L'instrument n'est que la coquille qui les contient. Les risques sont le véritable objet de la transaction. L'investisseur doit donc les connaître et les comprendre pour pouvoir les accepter¹⁷.

On notera l'art. 24 par. 5 MiFID II qui exige que les informations à fournir aux clients doivent lui permettre « *de prendre des décisions en matière d'investissement en connaissance de cause* ». Ce principe n'est pas exprimé dans la LSFIn, même s'il correspond vraisemblablement à la philosophie du législateur. Prendre des décisions d'investissement « *en connaissance de cause* » ne signifie pas forcément prendre les meilleures décisions.

Une information correcte en matière de risques n'est pas importante seulement dans la perspective de l'intérêt individuel de l'investisseur. L'une des fonctions du marché financier est de donner un prix aux instruments qui sont émis et aux risques qu'ils incorporent. Dans le processus de fixation du prix des instruments, le rôle des investisseurs est essentiel. Ils doivent être à même d'apprécier si le prix des instruments est correct eu égard à leurs caractéristiques et si la rémunération peut être adéquate par rapport aux risques encourus. Si tel n'est pas le cas, le marché financier ne peut exercer la fonction qui doit être la sienne dans le développement de l'économie, qui est de permettre l'allocation optimale des ressources existantes¹⁸.

Les dispositions du droit de l'UE et du droit suisse en matière de communication des informations sur les risques sont relativement semblables¹⁹. Les

¹⁷ LOMBARDINI, Gestion de fortune, p. 6.

¹⁸ LOMBARDINI, Gestion de fortune, p. 132.

¹⁹ LOMBARDINI, Gestion de fortune, p. 165.

informations sont communiquées soit par une feuille d'information de base soit par un prospectus.

La *feuille d'information de base* permet à un intermédiaire financier d'exécuter ses obligations légales à l'égard d'un client à qui il vend ou recommande des instruments financiers. La feuille d'information de base est rédigée dans la perspective d'une transaction bilatérale.

Le *prospectus* est en effet employé lors de l'émission (marché primaire) ou de la vente publique (marché secondaire) d'instruments financiers. Le prospectus est souvent un document qui peut être d'une compréhension difficile pour l'investisseur compte tenu de sa longueur et du langage technique dans lequel il est rédigé. Le prospectus est un document préparé pour des professionnels par des professionnels²⁰. Il est rédigé pour une série d'investisseurs potentiels indéterminés²¹.

B. Le risque générique ou le risque spécifique

Le *risque générique* est le risque lié à un type d'instrument financier, compte tenu de ses caractéristiques juridiques. Le risque générique rattaché à une action est le risque d'insolvabilité de la société émettrice de l'action ; parmi les divers bailleurs de fonds, l'actionnaire est remboursé en dernier. Théoriquement, le propriétaire d'une obligation émise par une société court un risque générique moins important que celui de l'actionnaire ; il est en effet remboursé prioritairement à ce dernier²².

Le *risque spécifique* est lié à un instrument financier particulier eu égard à l'émetteur, à sa situation financière et aux caractéristiques économiques liées à l'instrument. Ainsi, l'actionnaire d'une société solvable et profitable peut courir un risque spécifique moins important que le propriétaire d'obligations d'une société moins solide financièrement²³.

La distinction entre risque générique et risque spécifique est importante. Pour les prestataires de services financiers, il est relativement facile de s'organiser pour fournir des avertissements aux investisseurs sur le risque générique d'un instrument financier. Identifier et mesurer le risque spécifique d'un instrument financier est plus complexe²⁴.

²⁰ LOMBARDINI, *Gestion de fortune*, p. 169 ss ; SPILLMANN/GIGER.

²¹ LOMBARDINI, *Gestion de fortune*, p. 177 ss.

²² LOMBARDINI, *Gestion de fortune*, p. 136 ss.

²³ LOMBARDINI, *Gestion de fortune*, p. 136.

²⁴ LOMBARDINI, *La protection de l'investisseur*, p. 537.

Dans un rapport *execution only*, tant dans la LSFIn (art. 8 al. 1 lit. d LSFIn et 7 al. 3 OSFin) que dans MiFID II (art. 24 par. 5 MiFID II et art. 48 par. 1 Règlement 2017/565), l'intermédiaire financier a comme obligation de renseigner le client sur les risques génériques des instruments financiers.

Par ailleurs, la LSFIn oblige à fournir la feuille d'information de base au client dans la mesure où elle est disponible (art. 8 al. 4 LSFIn).

Le droit de l'Union Européenne prévoit le KIID pour les placements collectifs de capitaux et le KID pour les produits d'investissement packagé de détail²⁵. À teneur de l'art. 4 ch. 1 du Règlement 1286/2014, un produit d'investissement packagé de détail est « *un investissement, y compris les instruments émis par les véhicules de titrisation quelle que soit sa forme juridique, pour lequel le montant remboursable à l'investisseur de détail est soumis à des fluctuations parce qu'il dépend de valeurs de référence ou des performances d'un ou de plusieurs actifs que l'investisseur de détail n'achète pas directement* »²⁶.

En revanche, MiFID II n'exige pas de feuille d'informations de base, mais un document semblable peut être exigé en vertu du droit national des pays concernés. MiFID II contient le principe selon lequel « *toutes les informations, y compris publicitaires, adressées par l'entreprise d'investissement à des clients ou à des clients potentiels, sont correctes, claires et non trompeuses* » (art. 24 par. 3 MiFID II) et ce principe s'applique également à la documentation en matière de risques remise à un client.

C. Le risque et la complexité d'un instrument financier

Une question régulièrement évoquée est celle du rapport entre le risque d'un instrument financier et sa complexité²⁷.

Il est indiscutable que la complexité d'un instrument peut augmenter le risque de l'investisseur, si l'instrument incorpore divers risques. Pour déterminer le risque global découlant d'un instrument complexe, il n'est pas simplement nécessaire d'identifier les divers risques, mais il faut apprécier leurs possibilités concrètes de réalisation, ce qui est un exercice difficile. Les fabricants d'instruments financiers estiment, dans leurs modèles mathématiques, ces possibilités. Il ne s'agit que d'estimations qui peuvent se révéler inexactes ; elles ne sont pas partagées avec les investisseurs²⁸. Enfin, la complexité d'un instrument

²⁵ KIID (*key investor information document*) et le KID (*key information document*) sont l'équivalent de la feuille d'information de base.

²⁶ COLAERT ; DUPLAT.

²⁷ LOMBARDINI, *Gestion de fortune*, p. 137 ; STORCK.

²⁸ Pour un exemple avec un *CMS Spread Ladder Swap*, où la banque qui a vendu l'instrument a été de ce fait condamnée, BGH 22 mars 2011, BKR 2011, p. 293 ss.

financier peut rendre plus difficile la compréhension des coûts de l'instrument et de sa comparaison avec d'autres instruments. Elle peut également être telle que l'employé du prestataire en contact avec les clients peut avoir des difficultés à comprendre, et donc à expliquer, ces risques aux clients potentiellement intéressés.

Cela étant, il est certain qu'un produit n'est pas forcément très risqué du seul fait qu'il est complexe (un produit structuré à capital garanti, par exemple). Et un instrument non complexe (une obligation subordonnée, par exemple) peut être risqué.

En revanche, avec un produit complexe, il peut être très difficile à l'investisseur d'apprécier si la rémunération reçue est appropriée par rapport au risque encouru, ce qui est essentiel non seulement pour l'investisseur, mais également pour le fonctionnement correct du marché.

Selon MiFID II, des transactions financières sur des instruments dits complexes ne peuvent avoir lieu dans un régime *execution only*. La contrepartie du client est donc obligée d'obtenir les mêmes informations sur le client que celles requises dans un rapport de conseil et de gestion pour examiner le caractère adéquat de la transaction (art. 25 par. 4 MiFID II).

L'idée derrière ce choix de MiFID II est double :

- d'une part, il est difficilement concevable qu'un client connaisse de tels instruments et décide seul d'en faire l'acquisition en demandant simplement au prestataire d'exécuter la transaction ;
- d'autre part, le client a un besoin accru de protection lorsqu'il acquiert des instruments complexes, puisqu'il a en général plus de difficultés à comprendre les risques qu'ils incorporent.

Un tel régime ne se retrouve pas dans la LSFin ; le régime *execution only* peut être employé pour n'importe quel instrument.

VI. Le conseil en placement

A. Introduction

Un rapport de conseil en placement²⁹ se noue lorsqu'une recommandation d'acheter, de vendre, de conserver ou de ne pas acheter un instrument financier est formulée par un prestataire de services financiers à un client, à la demande du client ou à l'initiative du prestataire de services financiers.

²⁹ GUGGENHEIM/GUGGENHEIM, p. 255 ss ; GUTZWILLER, p. 49 ss ; MANSSEN.

L'instrument financier concerné par le rapport de conseil peut être suggéré par le prestataire ou par le client qui soumet l'une de ses idées au prestataire³⁰.

Pour les clients, le conseil correspond à une nécessité dans des marchés souvent difficiles à comprendre. Le conseil leur permet de s'orienter dans la jungle foisonnante des instruments financiers qui existent, tout en continuant à exercer une forme de contrôle sur leurs actifs puisqu'ils décident finalement des transactions à effectuer. Les rapports de conseil se sont d'autant plus développés que les clients ont souvent de la peine avec des mandats de gestion, notamment lorsque les marchés sont perturbés ; ils ont tendance à intervenir quand ils ne devraient pas et à mettre fin au mandat sans tenir compte de l'horizon temps qu'ils ont fixé³¹.

B. Le conseil ponctuel et le conseil durable

Le rapport de conseil peut porter sur une opération spécifique (conseil ponctuel) ou sur tout ou partie du patrimoine du client (conseil durable).

Dans le *rapport de conseil ponctuel*, à chaque nouveau conseil donné par la banque, un nouveau contrat de conseil est conclu³². Les effets du contrat s'épuisent de façon instantanée : soit le conseil est suivi, soit il n'est pas suivi. Le conseiller n'est pas tenu d'examiner si le client va suivre le conseil donné, si ce dernier reste valable avec l'écoulement du temps ou si, la situation s'étant modifiée, le client doit entreprendre d'autres transactions. Le conseiller ne doit pas non plus surveiller les actifs du client pour formuler spontanément des suggestions³³.

Dans le *rapport de conseil durable*, le client sollicite l'avis du conseiller pour un portefeuille d'actifs habituellement déposé sur un ou plusieurs comptes en banques ; le conseil peut porter également sur certaines classes d'actifs. Le

³⁰ LOMBARDINI, *Gestion de fortune*, p. 295 ss.

³¹ LOMBARDINI, *Gestion de fortune*, p. 296.

³² ACJC/1491/2009 du 11 décembre 2009, c. 4.3.1.

³³ TF, arrêt 4A_525/2011 du 3 février 2012, c. 8.1 : « *Entgegen der Ansicht der Beschwerdeführerin und des von ihr dazu zitierten Autors (P. CHRISTOPH GUTZWILLER, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, 2008, S. 55) decken sich die Pflichten des blossen Anlageberaters nicht mit denjenigen eines Vermögensverwalters. Letztere gehen weiter und erfassen meist auch eine Überwachungspflicht hinsichtlich der Kundenanlagen. Demgegenüber besteht beim Anlageberatungsvertrag grundsätzlich keine Pflicht der Bank, das Wertschriftendepot des Kunden dauernd zu überwachen, es sei denn, die Parteien hätten Entsprechendes vereinbart oder praktiziert* ».

TF, arrêt 4A_498/2013 du 19 mars 2014 : « 3. ... *La défenderesse n'était donc pas contractuellement tenue d'avertir le demandeur lorsque sa division private banking a décidé de ne plus investir dans les placements gérés par des sociétés dominées par Madoff* ».

conseiller est dans une situation semblable à celle du gérant de fortune avec des obligations similaires à celles du gérant. Il doit examiner de façon régulière le patrimoine du client dont il a la charge et formuler des propositions. Le conseiller peut être ainsi amené à revenir sur des transactions qu'il a proposées et que le client a accepté d'exécuter, si elles ne semblent plus être justifiées.

La distinction entre conseil ponctuel et conseil durable est fondée en droit suisse sur l'art. 12 LSFin³⁴ et le régime juridique est différencié : dans le cas d'un conseil ponctuel, le conseiller ne doit s'intéresser qu'à la connaissance et à l'expérience du client (*caractère approprié* de la transaction) ; dans le cas d'un conseil général, il doit prendre en compte tous les autres paramètres pertinents (objectifs, horizon temps, surface financière du client, *caractère adéquat* de la transaction).

La distinction peut sembler claire ; en pratique, la situation peut se révéler plus confuse :

- le rapport de conseil ponctuel peut se transformer par actes concluants en conseil durable ;
- le client peut ne pas se contenter du conseil ponctuel, mais demander des explications ou des renseignements sur l'instrument recommandé, et pour répondre correctement à ses demandes, le prestataire peut devoir prendre en compte d'autres paramètres personnels du client (objectifs, horizon temps, surface financière) qui peuvent être évoqués lors de l'entretien et peuvent relever du conseil durable.

La différence entre conseil ponctuel et conseil durable se retrouve indirectement dans MiFID II. Les conseillers doivent informer le client, « *en temps utile* » « *s'ils fournissent [...] une évaluation périodique du caractère adéquat des instruments financiers qui lui sont recommandés* ». Si tel est le cas, une convention (art. 58 Règlement délégué 2017/565) doit être signée avec le client et l'examen périodique de l'adéquation doit avoir lieu au moins une fois par an, « *la fréquence de cette évaluation [étant] accrue en fonction du profil de risque du client et du type d'instruments financiers recommandés* ». La déclaration d'adéquation doit également indiquer « *si les services ou instruments recommandés sont susceptibles de nécessiter que le client de détail demande un réexamen périodique des dispositions convenues* ».

³⁴ LOMBARDINI, Gestion de fortune, p. 298 ss ; ABEGGLEN/LUTERBACHER.

C. Le conseil dépendant ou le conseil indépendant

Le droit de l'UE connaît la distinction entre conseil dépendant et conseil indépendant.

La notion de conseil dépendant résulte *a contrario* du cons. 73 MiFID II. Selon cette disposition, les conseils sont fournis sur une base indépendante, lorsqu'un éventail suffisant de produits offerts par différents fournisseurs est examiné avant de formuler une recommandation personnalisée. Le client doit savoir si la prestation de conseil qui lui est fournie est dépendante ou indépendante « *en temps utile avant la fourniture des conseils en investissement* » (art. 24 par. 4 lit. a MiFID II).

Si le conseil est indépendant, le conseiller ne doit pas percevoir de rémunérations ou de prestations de tiers ; elles doivent bénéficier au client (cons. 74). L'idée derrière cette réglementation est de donner une valeur accrue au conseil indépendant³⁵. En pratique, une telle réglementation peut avoir pour effet d'empêcher les clients de recevoir les conseils dont ils ont besoin, mais qu'ils n'acceptent pas de rémunérer directement.

Le droit suisse ne contient pas la notion de conseil dépendant mais un prestataire de services financiers doit indiquer à ses clients lors de l'entrée en relation « *l'offre du marché prise en considération pour la sélection des instruments financiers* » (art. 8 al. 2 lit. c LSFIn). La notion est précisée à l'art. 10 OSFin.

VII. Le mandat de gestion

Le droit suisse et le droit de l'Union Européenne ne sont pas fondamentalement différents en matière de réglementation de l'activité de gestion de fortune *stricto sensu*. La réglementation est par ailleurs beaucoup plus formelle et détaillée quant aux indications qui doivent être contenues dans les mandats de gestion soumis aux clients et à la reddition de compte qui doit être effectuée. On renverra à ce propos au Règlement délégué 2017/565.

À titre d'exemple, à teneur de l'art. 47 par. 3 du Règlement délégué 2017/565 :

« 3. *Lorsqu'une entreprise d'investissement propose de fournir des services de gestion de portefeuille à un client existant ou potentiel, elle lui communique, outre les informations requises en vertu paragraphe 1, les données suivantes, dès lors qu'il y a lieu :*

a) *des informations sur la méthode et la fréquence de la valorisation des instruments financiers du portefeuille du client ;*

³⁵ GIUDICI ; GRUNDMANN, p. 16 ss.

- b) *les détails de toute délégation de la gestion discrétionnaire de tout ou partie des instruments financiers ou des fonds inclus dans le portefeuille du client ;*
- c) *une indication des valeurs de référence auxquelles seront comparées les performances du portefeuille du client ;*
- d) *les types d'instruments financiers susceptibles d'être inclus dans le portefeuille du client ainsi que les types de transactions susceptibles d'être effectuées sur ces instruments, y compris les limites éventuelles ;*
- e) *les objectifs de gestion, le niveau de risque par le gestionnaire lorsqu'il exerce son pouvoir discrétionnaire et toute contrainte particulière y afférente. L'information visée aux points a) à e) est communiquée en temps voulu avant la prestation des services d'investissement ou auxiliaires aux clients ou clients potentiels. »*

Par ailleurs, l'art. 50 par. 10 du Règlement délégué 2017/565 prévoit que les « *entreprises d'investissement fournissent à leurs clients une illustration présentant l'effet cumulatif des coûts sur le rendement [...] sur une base ex-ante et sur une base ex-post [...] [qui] montre l'effet de l'ensemble des coûts et frais sur le rendement de l'investissement* ».

Le relevé périodique des activités de gestion de portefeuille doit inclure « *le montant total des commissions et des frais supportés sur la période couverte, en ventilant par postes au moins les frais de gestion totaux et les coûts totaux associés à l'exécution, et en incluant, le cas échéant, une mention précisant qu'une ventilation plus détaillée peut être fournie sur demande* » (art. 60 par. 2 lit. d Règlement délégué 2017/565).

En droit de l'Union Européenne toujours, le gérant et le client doivent convenir d'un niveau de perte qui préoccuperait le client et, si ce niveau était atteint, le gérant doit contacter le client³⁶.

Par ailleurs, le gérant doit convenir d'un *benchmark*, c'est-à-dire d'un indice de référence à l'aune duquel il acceptera de mesurer ses performances³⁷.

Enfin, les rétrocessions sont interdites dans le mandat de gestion de fortune, contrairement au droit suisse où les rétrocessions restent autorisées pour autant qu'elles fassent l'objet d'une divulgation assez précise au client.

³⁶ Art. 62 Règlement délégué 2017/565.

³⁷ Art. 47 par. 3 lit. c Règlement délégué 2017/565.

VIII. Conclusion

Le système de protection actuel est fondé sur l'information fournie au client. Ce système est conforme à une conception libérale du marché financier qui permet fondamentalement la négociation et l'acquisition de tout instrument financier pour autant qu'une information appropriée en matière de risques soit fournie.

Pour essayer d'effectuer un choix judicieux, l'investisseur doit analyser une multitude d'informations, dont certaines sont difficiles à comprendre³⁸. Il peut ne pas être en mesure de comparer les divers produits ou d'appréhender le rapport existant entre les risques d'un instrument financier et les perspectives de gain qu'il offre³⁹. Par ailleurs, les débats sur la catégorisation des risques liés à un instrument financier et sur l'expression simple de ces risques par un indicateur alpha numérique sont en réalité très techniques et ne peuvent être véritablement maîtrisés que par certains spécialistes, de sorte qu'il est difficile de comprendre et d'apprécier les solutions adoptées.

Fournir de l'information peut créer chez les investisseurs une illusion de connaissance et de contrôle. Ils peuvent croire qu'ils maîtrisent les risques liés aux transactions sur instruments financiers, alors que tel n'est en réalité pas le cas. Des études existent au sein de l'Union Européenne qui remettent d'ailleurs en doute l'efficacité des nouvelles règles⁴⁰. La masse d'informations à fournir selon MiFID II est impressionnante⁴¹.

On ne peut ignorer les réflexions menées au sujet de l'importance de l'élément psychologique ou subjectif dans le processus de prise de décision de l'investisseur (*behavioral finance*⁴²). Pour les partisans de la *behavioral finance*, il est faux de penser que tous les investisseurs sont des agents économiques rationnels à même de prendre des décisions raisonnables. Mais il est impossible d'adopter une réglementation qui tienne réellement compte de tous les paramètres pertinents. Les banques et gérants de fortune ne sont ni des tuteurs, ni des pédagogues et il est faux de leur imposer des rôles qu'ils ne pourront jamais assumer.

³⁸ KOLLER, p. 824 ; KOCH.

³⁹ LOMBARDINI, La protection de l'investisseur, p. 172-173 ; KÖNDGEN, *Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes* ; KÖNDGEN, *Wieviel Aufklärung*.

⁴⁰ « *Aufwirkungsstudie MiFID II/MiFIR und PRIIPs-VO : Effektivität und Effizienz der Neuregelungen vor dem Hintergrund des Anlegerund Verbraucherschutzes* », <https://die-dk.de/media/files/Auswirkungsstudie_MiFID_II_MiFIR_und_PRIIPsVO_Effektivitaet_und_Effizienz.._pdf>, (consulté le 28 novembre 2021).

⁴¹ JUTZI/WESS.

⁴² BLÖCHLINGER, p. 18 et 117 ss ; BRENNCKE, *Ausnutzung von Heuristiken* ; EBERIUS, p. 58 ss ; HENS ; LAW ; PIWOWARSKI, p. 32 ss ; SÉJOURNÉ.

En réalité, quelles que soient les règles qui sont adoptées, acheter des instruments financiers est un exercice intrinsèquement dangereux.

C'est d'autant plus vrai que l'appât d'un gain facile joue un rôle important dans les motivations de l'investisseur particulier. Souvent, il cède à l'illusion qu'il est possible de s'enrichir notablement sans déployer une véritable activité, en achetant et vendant des instruments financiers, attiré par une perspective presque ludique. Parfois, certains investisseurs y parviennent. L'investisseur est motivé par les succès de quelques rares personnes données en exemple (Warren BUFFET ou George SOROS⁴³) ; il est rarement dissuadé par les échecs de la grande majorité des intervenants sur les marchés. Derrière de nombreuses histoires d'investisseurs déçus, qui agissent en justice pour essayer de récupérer leurs pertes, se cachent des drames humains de personnes qui ont perdu parfois toutes leurs économies⁴⁴.

IX. Bibliographie

ABEGGLEN **Sandro**/LUTERBACHER **Léonie**, Transaktionsbezogene vs. Portfoliobezogene Anlageberatung unter FIDLEG : keine einfache Abgrenzung, RSDA 2018, p. 462 ss ; AMADÒ **Flavio**, Die Verhaltensregeln des FIDLEG zwischen Aufsichts- und Zivilrecht, AJP 2018, p. 990 ss ; AMADÒ **Flavio**/MOLO **Giovanni**/DE VECCHI **Raffaele**, Die regulatorischen und zivilrechtlichen Aspekte des FIDLEG-Projektes : eine kritische Auseinandersetzung, AJP 2013, p. 1783 ss ; ASSMANN **Heinz-Dieter**, Das Verhältnis von Aufsichtsrecht und Zivilrecht im Kapitalmarktrecht *in* : Festschrift für Uwe H. SCHNEIDER zum 70. Geburtstag, BURGARD Ulrich/HADDING Walther/MÜLBERT Peter O./NIETSCH Michael/WELTER Reinhard (éds), Cologne 2011, p. 37 ss ; BAAS **Volker**/BUCK-HEEB **Petra**/WERNER **Stefan** (éds), Anlegerschutzgesetze, De Gruyter, 2019 (cité : AUTEUR, *in* BAAS/BUCK-HEEB/WERNER) ; BAISCH **Rainer**/WEBER **Rolf H.**, *Product Governance*, GesKR 2017, p. 404 ss ; BECK **Heiko**, Das Chamäleon Anlegerschutz oder « Worüber reden wir eigentlich ? » *in* : Festschrift für Uwe H. SCHNEIDER zum 70. Geburtstag, BURGARD Ulrich/HADDING Walther/MÜLBERT Peter O./NIETSCH Michael/WELTER Reinhard (éds), Cologne 2011, p. 89 ss ; BLÖCHLINGER **Christoph**, Reputationsschutz im schweizerischen Kapitalmarktrecht, thèse, Zurich, 2009 ; BÖSCH **René**, Das FIDLEG-Prospektrecht ante portas – Guter Anlegerschutz ?, RSDA 2018, p. 451 ss ; BRAIDI **Guillaume**, Protection des clients selon la future loi sur les services financiers *in* : Jusletter 23. April 2018 ; BRENNCKE **Martin**, Ausnutzung von Heuristiken und Biases durch Werbematerial von Effekthändlern *in* : Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, SETHE Rolf/HENS Thorsten/VON DER CRONE Hans Caspar/WEBER Rolf H. (éds), Schulthess 2013, p. 251 ss (cité : BRENNCKE, *Ausnutzung von Heuristiken*) ; BRENNCKE **Martin**, Der Zielmarkt eines Finanzinstruments nach der MiFID II, WM 2015, p. 1173 ss (cité : BRENNCKE, *Der Zielmarkt*) ;

⁴³ Mais même de tels personnages se trompent. Ainsi, le fonds de M. PAULSON, après avoir correctement prévu la crise des *subprimes*, a perdu des sommes importantes en 2011 (*Not so happy returns*, <www.ft.com>, 29 août 2011 [consulté le 28 novembre 2021]).

⁴⁴ LOMBARDINI, La protection de l'investisseur, p. 174-175.

BUCK-HEEB Petra, Aufsichts- und zivilrechtliche Normen im Bank- und Kapitalmarktrecht : einheitliche oder gespaltene Auslegung ?, WM 2020, p. 157 ss ; **BÜRLI-BORNER Sandra**, Anlegerschutz bei kollektiven Kapitalanlagen in der Schweiz, thèse, Zurich, 2002 ; **BUSCH Danny**, *Product Governance und Produktintervention unter MiFID II/MiFIR in : Regulation of the EU financial Markets MiFID II and MiFIR*, BUSCH Danny/FERRARINI Guido (éds), Oxford University Press 2017, p. 123 ss (cité : BUSCH, *Product Governance*) ; **BUSCH Danny**, *The Private Law Effect of MiFID I and MiFID II : The Genil Case and Beyond in : Regulation of the EU financial Markets MiFID II and MiFIR*, BUSCH Danny/FERRARINI Guido (éds), Oxford University Press 2017, p. 567 ss (cité : BUSCH, *The Private Law Effect*) ; **COLAERT Veerle**, *The Regulation of PRIIPs : Great Ambitions, Insurmountable Challenges ?*, Journal of Financial Regulation 2016, p. 203 ss ; **CONTRATTO Franca**, Das Anlegerleitbild im Wandel der Zeiten in : Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, SETHE Rolf/HENS Thorsten/VON DER CRONE Hans Caspar/WEBER Rolf H. (éds), Schulthess 2013, p. 47 ss ; **DELLA NEGRA Federico**, *MiFID II and Private Law*, Hart Publishing 2019 ; **DUPLAT Matthieu**, Les émissions obligataires entre PRIIPs et MiFID II in : MiFID II & MiFIR : Capita Selecta, Anthemis 2018, p. 321 ss ; **EBERIUS Robert**, Regulierung der Anlageberatung und behavioral finance – Anlegerleitbild : homo oeconomicus vs. Realität, thèse, Friedrich-Schiller-Universität Jena, 2013 ; **EKKENGA Jens**, Product Governance nach MiFiD II : Zentrale Marktsteuerung statt Schutz des manipulationsfreien Wettbewerbs im Wertpapierhandel ? – Ein Weckruf in : Festschrift 25 Jahre WpHG Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, KLÖHN Lars/MOCK Sebastian (éds), De Gruyter 2019, p. 975 ss ; **EMMENEGGER Susan**, FIDLEG und das Vertragsrecht : Eine Einführung in : Bankvertragsrecht, EMMENEGGER Susan (éd.), Bâle 2017, p. 199 ss ; **GIUDICI Paolo**, *Independent Financial Advice in : Regulation of the EU financial Markets MiFID II and MiFIR*, BUSCH Danny/FERRARINI Guido (éds), Oxford University Press 2017 ; **GOLLIER Jean-Marc/STANDAERT Christophe**, La catégorisation des investisseurs sous MiFID II in : MiFID II & MiFIR : Capita Selecta, Anthemis 2018, p. 59 ss ; **GORTSOS Christos**, *Stricto sensu investor protection under MiFID II*, Cambridge Scholars Publishing 2018 ; **GRUNDMANN Stefan**, Das grundlegend reformierte Wertpapierhandelsgesetz – Umsetzung von MiFID II (Conduct of Business im Kundenverhältnis), ZBB 2018, p. 1 ss ; **GUGGENHEIM Daniel/GUGGENHEIM Anath**, Les contrats de la pratique bancaire, Stämpfli Éditions 2014 ; **GUTZWILLER P. Christoph**, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zurich, 2008 ; **HENS Thorsten**, Anlegerschutz und Behavioural Finance in : Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, SETHE Rolf/HENS Thorsten/VON DER CRONE Hans Caspar/WEBER Rolf H. (éds), Schulthess 2013, p. 1 ss ; **JUTZI Thomas/ EISENBERGER Fabian**, Das Verhältnis von Aufsichts- und Privatrecht im Finanzmarktrecht, AJP 2019, p. 1 ss ; **JUTZI Thomas/WESS Ksenia**, Informationspflichten gemäss FIDLEG und MiFID II, recht 2019, p. 143 ss ; **KOCH Jens**, Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes – Die Gratwanderung zwischen angemessener Aufklärung und information overload, BKR 2012, p. 485 ; **KOLLER Ingo**, Die Abdingbarkeit des Anlegerschutzes durch Information im europäischen Kapitalmarktrecht in : Festschrift für Ulrich HUBER zum siebzigsten Geburtstag, BAUMS Theodor/WERTENBRUCH Johannes/LUTTER Marcus/SCHMIDT Karsten (éds), Tubingue 2006, p. 821 ss ; **KÖNDGEN Johannes**, Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes, BKR 2011, p. 283 ss (cité : KÖNDGEN, *Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes*) ; **KÖNDGEN Johannes**, Wieviel Aufklärung braucht ein Wertpapierkunde ?, ZBB 1996, p. 361 ss (cité : KÖNDGEN, *Wieviel Aufklärung*) ; **KUERT Matthias**, Verhaltensregeln des FIDLEG und Privatrecht im Licht des Gesetzgebungsverfahrens, AJP 2018, p. 1352 ss ; **LAW Michael K. H.**, *Behavioural risk disclosure and retail investor protection : reflections*

on the Lehman Brothers Minibonds Crisis, Hong-Kong Law Journal 2010, p. 15 ss ; **LOMBARDINI Carlo**, Gestion de fortune : réglementation, contrats et instruments, Schulthess Éditions Romandes, 2021 (cité : LOMBARDINI, Gestion de fortune) ; **LOMBARDINI Carlo**, La protection de l'investisseur sur le marché financier, Schulthess Éditions Romandes, 2012 (cité : LOMBARDINI, La protection de l'investisseur) ; **LUCHSINGER GÄHWILER Catrina**, Der Vertrieb von Fondsanteilen, thèse, Zurich, 2004 ; **MANSÉN Jana**, Die neuen Anlageberatungsregelungen der MiFID II, Duncker & Humblot 2018 ; **PIWOWARSKI Robert**, Anlegerleitbilder und Anlegerschutz der Mifid II : untersucht anhand der Product Governance und der Anlageberatung, Nomos 2020 ; **RAYROUX François/MEHMETAJ Liburn**, L'effet de rayonnement de la loi sur les services financiers sur le droit privé *in* : Mélanges à la mémoire de Bernard CORBOZ, BOVEY Grégory/CHAPPUIS Benoît/HIRSCH Laurent (éds) 2019, p. 219 ss ; **SÉJOURNÉ Bruno**, Pourquoi le comportement des épargnants français est-il si peu conforme à la théorie traditionnelle du portefeuille ?, Cahiers Scientifiques de l'AMF 1, Paris septembre 2006 ; **SERVAIS Jean-Paul**, Les pouvoirs d'intervention sur les produits reconnus aux superviseurs : un nouvel outil en vue de la protection des investisseurs *in* : MiFID II & MiFIR : Capita Selecta, Anthemis 2018, p. 229 ss ; **SPILLMANN Till/GIGER Andrea**, Ein modernes Prospektrecht für die Schweiz, Prospektpflicht, Prospektinhalt und Prospektprüfung gemäss dem neuen Finanzdienstleistungsgesetz, GesKR 2019, p. 182 ss ; **SPINDLER Gerald**, Produkthaftung für Finanzmarktprodukte ? *in* : Festschrift für Johannes KÖNDGEN, CASPER Matthias/KLÖHN Lars/ROTH Wulf-Henning/SCHMIES Christian (éds), RWS Verlag 2016, p. 615 ss ; **STORCK Michel**, La commercialisation des instruments financiers complexes, BJB 2018, p. 389 ss ; **TISON Michel**, *The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective in* : Festschrift für Klaus J. HOPT zum 70. Geburtstag, am 24. August 2010 : Unternehmen, Markt und Verantwortung, GRUNDMANN Stefan/MERKT Hanno/HAAR Brigitte (éds), Berlin/New-York 2010, p. 2621 ss ; **TRÖGER Tobias/OPITZ Peter**, Sanktionen für die Verletzung von Verhaltenspflichten zwischen Aufsichtsund Zivilrecht *in* : Festschrift 25 Jahre WpHG Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, KLÖHN Lars/MOCK Sebastian (éds), De Gruyter 2019, p. 1001 ss ; **VERVLIET Chris**, *MiFID II Product Governance : To Boldly Go Where No One Else Has Gone Before ? in* : MiFID II & MiFIR : Capita Selecta, Anthemis 2018, p. 155 ss.

The relationship between External Asset Managers and the Custodian Bank under the new regulatory framework

Impact of the Financial Services Act and the Financial Institutions Act

YVONNE LENOIR GEHL
Titulaire du brevet d'avocat
Lic. iur., LL.M. (Bruges)

OLIVIER SIERRO
Titulaire du brevet d'avocat
Lic. iur., LL.M. (Geneva)

Table of Content

I.	Introduction.....	123
II.	Relationships Overview	124
A.	Triangular not tripartite relationship	124
B.	Relationship Client – Custodian Bank	125
C.	Relationship Client – External Asset Manager	125
D.	Relationship Custodian Bank – External Asset Manager	126
	1. Possible constellations	126
	2. Nature of the relationship	127
	3. Initial due diligence/Ongoing due diligence/Supervision.....	127
III.	Financial Services Act: Impact on Custodian Bank and EAM	128
A.	FinSA applicability to the Client – Custodian Bank relationship ..	128
	1. Client classification	128
	a) Client categories.....	128
	b) Levels of protection.....	130
	c) Client classification by the custodian bank	130
	2. Conduct rules.....	131
	a) Duty to provide information.....	131
	b) Duty to perform suitability or appropriateness assessments	133
	c) Duty to document and render account.....	133
	d) Duty of transparency and care in client orders.....	133

B.	FinSA applicability to the Client – External Asset Manager relationship.....	134
1.	Client classification	134
2.	Conduct rules.....	135
a)	Duty to provide information.....	135
b)	Duty to perform suitability or appropriateness assessments	135
c)	Duty to document and render account.....	136
d)	Duty of transparency and care in client orders.....	136
3.	Role of the Custodian Bank in the relationship between the EAM and the Client	137
C.	FinSA applicability to the Custodian Bank – External Asset Manager relationship.....	139
D.	FinSA Level playing field.....	140
IV.	Financial Institutions Act: Impact on Custodian Bank and EAM.....	141
A.	External Asset Manager: organization, authorization and supervision	141
1.	Authorization and supervision.....	142
a)	Swiss EAMs and foreign EAMs with Swiss presence acting as portfolio managers.....	142
b)	Swiss EAMs and foreign EAMs with Swiss presence acting as investment advisers	144
c)	Foreign EAMs without local presence	145
2.	Organizational requirements.....	145
a)	Swiss EAMs and foreign EAMs with Swiss presence acting as portfolio managers.....	145
b)	Swiss EAM and EAM with Swiss presence acting as investment advisers	147
c)	Foreign EAMs without local presence	147
B.	Role of the custodian bank within the new supervisory framework.	147
1.	Before the end of the transitional period	149
a)	Preparation by EAMs	149
b)	Impact on relationship with Custodian Bank	149
2.	Between the end of the transitional period and the obtention of the authorization.....	151
a)	EAMs awaiting FINMA authorization.....	151
b)	Impact on relationship with Custodian Bank	152
3.	After the obtention of the authorization.....	153
a)	Authorized and supervised EAMs / EAMs in the client adviser register	153
b)	Impact on relationship with Custodian Bank	154

C. Appreciation of the FinIA impact on the relationship EAM – custodian bank.....	156
V. Conclusion	156
VI. Bibliography	157

I. Introduction

It is not uncommon for clients of Swiss private banks to appoint an external asset manager (“EAM”¹) to assist them with the management of their assets. According to the Swiss Financial Market Authority (“FINMA”), as of 2020, EAMs manage client assets of between CHF 475 bn and CHF 600 bn in Switzerland and Liechtenstein². Over the decades, the relationship between the client, the bank and the EAM was governed by the existing law and has given rise to extensive literature, doctrine and jurisprudence. The new Swiss Financial Services Act (“FinSA”)³ and Swiss Financial Institutions Act (“FinIA”)⁴ have impacted clients, custodian banks, EAMs and the relationships between them. They have introduced new rights and obligations, clarified some points, left some open questions and generated others.

This article will firstly provide a brief overview over the relationships between the client, custodian bank and EAMs. Secondly, set out the relevant provisions of FinSA and FinIA⁵, their impact on the relationships and the existing way of working of the custodian banks and EAMs. It will finally analyze the new conduct rules, the organizational requirements and supervisory framework for EAMs⁶.

¹ Throughout this article, the abbreviation “EAM” will be used. In practice, EAMs are also referred to as “independent asset managers”, “IAM”, “investment advisers” or “portfolio managers”.

² HIRSCHI/UKOH, FINMA Presentation “New regime for portfolio managers and trustees”, p. 7; <[https://www.finma.ch/en/documentation/dossier/dossier-vermoegensverwalter-und-trustees/](https://www.finma.ch/en/documentation/dossier/dossier-vermoegensverwalter-und-trustees/neues-regime-der-vermoegensverwalter-und-trustees/)>, accessed on 14 January 2022.

³ Federal Act of 15 June 2018 on Financial Services (Financial Services Act, FinSA), SR 950.1.

⁴ Federal Act of 15 June 2018 on Financial Institutions (Financial Institutions Act, FinIA), SR 954.1.

⁵ This article only provides an overview of the applicable Swiss law. It does not cover possibly applicable foreign law such as EU Law.

⁶ The opinions expressed within the article are solely the authors’ opinions and do not reflect the opinion or belief of their employer or the associations of which they are members.

The article focuses on the relationship between the custodian bank and the EAM and does not aim to provide a detailed analysis of their respective relevant relationships with the client.

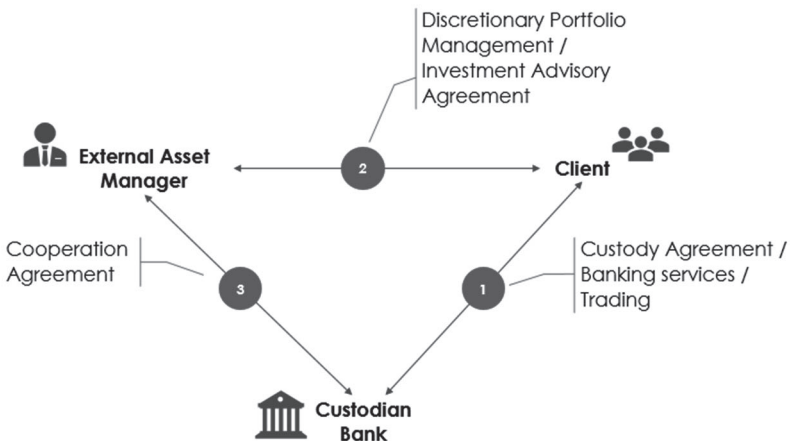
II. Relationships Overview

A. Triangular not tripartite relationship

Although there are three parties involved, the relationship between the client, the custodian bank and the EAM is not a “tripartite” relationship. It does not consist of one single contract concluded between three parties governing a single relationship.

The relationship is a “triangular” relationship consisting of three different contractual relationships with distinct rights and obligations:

- a relationship between the client and his custodian bank (see sections II.B. and III.A.),
- a relationship between the client and his EAM (see section II.C. and III.B.) and
- a relationship between the custodian bank and the EAM (see sections II.D., III.C. and IV.B.).



In practice, the set-ups and relationships will differ from one custodian bank to another and between different EAMs. Despite these differences, the general concepts applicable to each of the different relationships and the impact of FinSA and FinIA remain overall the same.

B. Relationship Client – Custodian Bank

The client will use the Swiss bank as a custodian bank for the safekeeping of his assets, payments and execution of transactions to purchase and sell investments, trade settlements, collection of entitlements, record-keeping of all holdings and activities relating to investment portfolios. The custodian bank might grant the client credits, including Lombard loans, in view of transactions in financial instruments. The custodian bank might allow securities lending within dedicated mandates. Given that the client has appointed his own EAM, the custodian bank will not provide investment advice or discretionary portfolio management services. Instead, the custodian bank will limit its activities to the safekeeping of the client's assets and the execution of transactions instructed by the client or by the EAM acting on behalf of the client⁷ (see section III.A.).

This type of relationship does not differ very much between different custodian banks and EAMs.

The contractual relationship between the client and his custodian bank is a mixed contract with elements of a deposit agreement, as well as a commission agreement falling under the rules applicable to mandates⁸ (art. 394 ff. Swiss Code of Obligations⁹ ("CO")).

C. Relationship Client – External Asset Manager

The client can appoint an EAM either to provide investment advice or discretionary portfolio management services. The EAM will receive a proxy by the client to represent the client towards the custodian bank. Custodian banks are generally not aware of the exact relationship between the client and the EAM¹⁰ but will require the proxy to ensure the EAM may act on behalf of the client.

This type of relationship does not differ very much between the different EAMs. The investment advice or discretionary portfolio management contractual

⁷ Federal Court Decision 2017/IV/7, N. 4.2.1; Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017, N. 4.2.1 referring as example instead of many other decisions to Federal Court Decision 4A_369/2015 of 25 April 2016, N. 2.3 and Federal Court Decision 4A_593/2015 of 13 December 2016, N. 7.1.4 f.; SwissBanking Vorlage Informationsschreiben EAM-Kunden, p. 1; LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 745, N 102.

⁸ Federal Court Decision 2017/IV/7, N. 4.2.1; GUGGENHEIM/GUGGENHEIM, N 577.

⁹ Swiss Code of Obligations, SR 220.

¹⁰ Federal Court Decision 2017/IV/7, N. 4.2.1.

relationship between the client and the EAM is a mandate within the meaning of art. 394 ff. CO¹¹.

D. Relationship Custodian Bank – External Asset Manager

1. Possible constellations

The relationship between the custodian bank and the EAM will differ between different custodian banks and EAMs. From what can be seen in practice, several constellations can be distinguished:

A large number of EAMs work with several banks. The EAM will give their clients the choice between several custodian banks with whom the EAM has pre-existing working relationships. Clients might also ask the EAM to initiate contact with specific custodian banks of their choice, or mandate the EAM for the investment advice or discretionary portfolio management of an existing portfolio with a specific custodian bank.

Other EAMs will work only with one custodian bank, potentially being ex-employees of the custodian bank.

Custodian banks also vary the intensity of their relationship with EAMs¹². Custodian banks can decide to limit their contact with the EAMs to the largest extent possible. They may decide to work on a regular basis with a large network of EAMs. Other custodian banks might go so far as to mandate EAMs as “business finders” to find new clients and even delegate part of the obligations of the custodian bank to the EAM (for example, the preparation of the contractual relationship with the client or other tasks). Yet, other custodian banks even go so far as to provide services for EAMs, including IT services, provision of research and investment recommendations.

In our opinion and given the diversity of possible set-ups, each custodian bank needs to determine its own operating model for its cooperation with EAMs on a risk-based approach. It needs to determine with which EAM it will cooperate, which initial and ongoing due diligence should be conducted regarding the EAM and which internal control systems the custodian bank requires regarding the EAMs.

¹¹ Federal Court Decision 4A_223/2007, N. 6.1; Federal Court Decision 4C.18/2004, N. 1.1; GUGGENHEIM/GUGGENHEIM, N 780 and N 813; RICHA/BIZZOZERO/HALDY, p. 9 and 57.

¹² GUGGENHEIM/GUGGENHEIM, N 886 ff.

2. Nature of the relationship

The nature of the relationship between the custodian bank and the EAM will differ depending on the business model of the custodian bank and the EAM. Generally, there is a contractual relationship between the custodian banks and the EAM with whom they work on a regular basis, which can be formalized by way of a cooperation agreements¹³ (see section III.C.). Depending on the business model of each custodian bank (loose cooperation, regular cooperation, delegation of tasks and provision of services), the cooperation agreement will have a different content. The cooperation agreement is a mixed agreement with elements of a mandate¹⁴. It has been specified by the Federal Court that it does not correspond to any type of contracts governed by the CO or by a special law and can be qualified as an innominate contract, both mixed and *sui generis*¹⁵.

3. Initial due diligence/Ongoing due diligence/Supervision

Custodian banks need to conduct an initial due diligence prior to entering into a relationship with the EAM. This due diligence is part of the Know-Your-Counterparty process and can be seen as part of the organizational requirements, requirement of irreproachable activity or risk management and mitigation measures¹⁶. Once the relationship has been established, the custodian bank needs to conduct an ongoing due diligence regarding the EAMs. This due diligence should allow the detection of important developments, such as changes in business model or behavior, changes in ownership structure, administrative or criminal procedures, *etc.* It is conducted during regular meetings with the EAM, through annual questionnaires and *ad hoc* verifications.

Both the initial and ongoing due diligence and a certain extent of supervision are customary and important doctrine and jurisprudence have developed around it. The entry into force of FinSA and FinIA has had an impact on the verifications the custodian banks will need to conduct in the framework of their due diligence and supervision (see sections III.B.3., III.C. and IV.B.).

¹³ LOMBARDINI, Droit bancaire suisse, p. 744, N 96 f.

¹⁴ LOMBARDINI, Gestion de fortune: réglementation, contrats et instruments, p. 354, N 118.

¹⁵ Federal Court Decision 4C.447/2004, N. 3.2.; LOMBARDINI, Droit bancaire suisse, p. 744, N 97; LOMBARDINI, Gestion de fortune: réglementation, contrats et instruments, p. 354, N 118.

¹⁶ Federal Court Decision 2017/IV/7, N. 4.3.2.2; BIZZOZERO/MAILLARD, p. 69.

III. Financial Services Act: Impact on Custodian Bank and EAM

When providing financial services within the meaning of art. 3 let. c FinSA, the custodian bank and the EAM each fall within the scope of FinSA, in accordance with art. 2 par. 1 let. a FinSA¹⁷. In their quality of financial services providers, they are both subject to the requirements set forth in the law¹⁸, but each in relation to the specific financial service they provide to the client. The following sections will focus on two of the main obligations to comply with when providing financial services, the duty to classify the client and the duty to comply with FinSA conduct rules. A further section will analyze to what extent FinSA applies to the relationship between the custodian bank and the EAM.

A. FinSA applicability to the Client – Custodian Bank relationship

As mentioned under section II.B., the custodian bank is in an execution- only relationship with the client¹⁹. The service provided qualifies as a financial service according to art. 3 let c. num. 2 FinSA. As a financial service provider, the custodian bank has to comply with the requirements set forth by FinSA when providing such services. Amongst the main requirements, the custodian bank, when providing financial services, has to classify its clients²⁰ and has to comply with FinSA conduct rules.

1. Client classification

a) Client categories

According to art. 4 par. 1 FinSA, the custodian bank shall assign its clients to one of the following categories:

- retail client: all clients who are neither professional nor institutional clients;

¹⁷ CR LSFIn-BOVET, art. 2, N 6.

¹⁸ CR LSFIn-THÉVENOZ, art. 7, N 18.

¹⁹ LOMBARDINI, *Gestion de fortune: réglementation, contrats et instruments*, p. 354, N 118; Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017, N. 4.2.1; ROSSIER, L'«execution only», quelle responsabilité pour la banque?, p. 2.

²⁰ CR LSFIn-LOMBARDINI/BRAIDI, art. 4, N 11.

- professional client: clients who are (i) public entities with professional treasury operations, (ii) occupational pension schemes and other institutions whose purpose is to serve occupational pensions with professional treasury operations, (iii) companies with professional treasury operations, (iv) large companies (any company that exceeds two of the following thresholds: (a) balance sheet total of CHF 20 million; (b) turnover of CHF 40 million or (c) equity of CHF 2 million), (v) private investment structures with professional treasury operations created for high net-worth private clients;
- institutional client: clients who are (i) authorized financial intermediaries, (ii) insurance companies, (iii) foreign financial intermediaries and insurance companies subject to prudential supervision, (iv) central banks, (v) national and supranational public entities with professional treasury operations.

Art. 5 par. 1 FinSA specifies that high net-worth retail clients and private investment structures created for them may declare that they wish to be treated as professional clients (“*opting out*”), provided they meet the following conditions as set forth by art. 5 par. 2 FinSA: (i) on the basis of training, education and professional experience or on the basis of comparable experience in the financial sector, they possess the necessary knowledge to understand the risks associated with the investments and have at their disposal assets of at least CHF 500,000, or (ii) they have at their disposal assets of at least CHF 2 million.

The following professional clients may also declare in writing that they wish to be categorized as institutional clients (“*opting out*”): (i) occupational pension schemes and other institutions whose purpose is to serve occupational pensions with professional treasury operations, (ii) companies with professional treasury operations, (iii) Swiss and foreign collective investment schemes and their management companies that are not considered institutional clients under FinSA (art. 5 par. 3 and 4 FinSA).

On the other hand, all professional clients that are not institutional clients may declare in writing that they wish to be categorized as private clients (“*opting in*”) (art. 5 par. 5 FinSA).

In addition, according to art. 20 par. 2 FinSA, professional clients may expressly release financial service providers from applying the conduct rules set out in articles 8, 9, 15 and 16 FinSA (duty to inform, to document and to render accounts).

Pursuing to art. 5 par. 6 FinSA, institutional clients may declare in writing that they wish to be categorized as professional clients (“*opting in*”).

b) Levels of protection

Each client category is granted a specific level of protection:

- retail clients are afforded the highest level of regulatory protection;
- professional clients are deemed to have the necessary knowledge and experience to invest in all asset classes and be able to financially bear the investment risks associated with the financial service in question, furthermore they can waive the application of certain conduct rules by the service provider (art. 20 par. 2 FinSA);
- institutional clients are afforded the lowest level of regulatory protection as the FinSA conduct rules do not apply to transactions involving institutional clients according to art. 20 par. 1 FINSA.

Hence, client classification plays a key role in determining to what extent the service provider applies the conduct rules when providing a financial service²¹.

c) Client classification by the custodian bank

The custodian bank is responsible to classify the client for the financial service it provides to him²² (*i.e.* execution-only – see section II.B.) and to inform him, if he is not classified as retail client, of the possibility of *opting in* (art. 5 par. 7 FinSA).

In the case of a triangular relationship between the client, the custodian bank and the EAM, both service providers have to classify the client in accordance with art. 4 par. 1 FinSA, either for the execution-only service or for the discretionary portfolio management/investment advice service. In the absence of specific provisions in the financial services regulation, the custodian bank could, in our opinion, classify the client either based on the information it has collected on its own or based on the categorization that the EAM has applied to the client. As long as the client is assigned to a category by the custodian bank, we think the classification requirement should be met.

Classification by the custodian bank, according to its own information, enables the latter to assess independently the category in which the client should fall, as well as have control over its full servicing process. In some cases, though, if the client is assigned to a different category by the EAM, this could lead to inefficiencies in executing the order. For example, if the client is classified as professional client by the EAM and private client by the custodian bank, and the EAM wants to buy a financial instrument that is restricted to professional

²¹ CR LSFIn-LOMBARDINI/BRAIDI, art. 4, N 27.

²² CR LSFIn-LOMBARDINI/BRAIDI, art. 4, N 11.

clients only, the custodian bank could be forced to block the order as it acts for the account of a retail client according to its records. However, we think the custodian bank can avoid such mismatch by having the client opt-out (or opt-in, according to the situation).

In our view, the custodian bank can also assign a category to the client based on the information or the classification communicated by the EAM. In doing so, the custodian bank relies on the classification performed by the EAM and should check if the information or categories are correct according to the information it might possess. This implies that the custodian bank takes a responsibility for the classification made by the EAM and therefore the custodian bank has to monitor such risk.

2. *Conduct rules*

When providing an execution-only service to the client, the custodian bank has to comply with FinSA conduct rules pursuant to art. 7 par. 1 FinSA. These rules include the duty to provide information (art. 8 and 9 FinSA), the duty to perform suitability or appropriateness assessments (art. 10 to 14 FinSA), the duty to document and render account (art. 15 and 16 FinSA) and the duty of transparency and care in client orders (art. 17 to 19 FinSA).

a) Duty to provide information

In accordance to art. 8 par. 1 and 2 FinSA, financial service providers shall provide the following information to the client:

- name and address;
- field of activity and supervisory status;
- possibility of initiating mediation proceedings before a recognized ombudsman;
- general risks associated with financial instruments;
- financial service personally recommended and the associated risks and costs;
- business affiliations with third parties in connection with the financial service offered;
- market offer taken into account when selecting the financial instruments.

Such information has to be provided before the provision of the service or the conclusion of the contract (art. 9 par. 1 FinSA). The timing to give prior information to the client can depend on the type of service provided²³.

²³ CR LSFIn-BÉGUIN, art. 9, N 2.

Furthermore, according to art. 8 par. 3 FinSA, financial service providers shall also make the key information document available to retail clients if a financial instrument is recommended (investment advice), insofar as such a document must be produced for said financial instrument. No key information document has to be made available in the case of execution-only transactions or transmission of client orders, unless a key information document already exists for the financial instrument (art. 8 par. 4 FinSA). Conversely, it can be deduced that no key information document has to be made available when providing a discretionary portfolio management service²⁴ or when a service, including investment advice, is provided to a professional or an institutional client.

The custodian bank will thus need to make available to the client the general information on itself, the services given, the financial instruments used, the risks, the costs, *etc.* This can be done in standardized form on paper or electronically, pursuant to art. 9 par. 3 FinSA.

The custodian bank shall also make available to a retail client the key information document, if it exists, when executing or transmitting client orders. FinSA clearly covers the case in which a client gives the order directly to the custodian bank (art. 8 par. 4). However, it does not appear that such provision covers, in a straightforward manner, the case when the client acts through a professional representative to which he has given a discretionary portfolio management mandate. As a matter of fact, should art. 8 par. 4 FinSA be literally applied, the custodian bank could either provide the key information document to the client or to its representative (*i.e.* the EAM). This would lead, on the one hand, to the client, who did not initiate the order, receiving a document for a transaction unknown to him or, on the other hand, to providing a key information document to an institutional client (*i.e.* the EAM) – although FinSA mentions an obligation to make key information document available to retail clients only. Both results tend to demonstrate that there is a legal gap in the case where the client appoints an EAM with a discretionary portfolio management mandate. In the absence of a clear legal basis, one can refer to the legislator's objective for providing the information contained in the key information document, which is to enable the person making the investment to take an informed decision²⁵. The key information document is, thus, primarily destined to the investment decision maker. Since the EAM is the person making the investment decision and is not a retail client, then no key information document would need be provided. Furthermore, it can also be argued there is no need to provide the key information document to the client nor to the EAM, since there is no sufficient ground to treat, in a different manner, the client that has granted a discretionary portfolio management mandate to his custodian

²⁴ CR LSFIn-BÉGUIN, art. 8, N 74.

²⁵ CR LSFIn-GOMEZ RICHAS/SIERRO, art. 60, N 2.

bank, than the one that has granted a discretionary portfolio management mandate to an EAM²⁶.

b) Duty to perform suitability or appropriateness assessments

According to art. 13 par. 1 FinSA, if the financial service provided is solely the execution or transmission of client orders, financial service providers are not obliged to perform an appropriateness or suitability assessment²⁷. Thus, the custodian bank, when executing client orders given by the EAM or the client himself, does not have a duty to perform such test²⁸. It shall however, pursuant to art. 13 par. 2 FinSA notify the client before providing the execution-only service that an appropriateness or suitability assessment will not be performed. This notification can be recurring with each transaction or can be unique in time, provided that the client is expressly made aware of the uniqueness of the notification (art. 17 par. 5 Financial Services Ordinance (FinSO)²⁹).

c) Duty to document and render account

In application of art. 15 par. 1 FinSA, the custodian bank will need to document the financial services agreed with the clients and the information collected about him, the notification described in art. 13 par. 2 FinSA and the financial services provided to the client. Upon request, the custodian bank shall provide a copy of the above described documentation (art. 16 par. 1 FinSA).

In addition, and at the clients' request, the custodian bank shall render account of:

- the financial services agreed and provided;
- the composition, valuation and development of the portfolio;
- the costs associated with the financial services (art. 16 par. 2 FinSA).

d) Duty of transparency and care in client orders

The provisions of art. 17 and 18 FinSA, which provide for the obligation to handle client orders in accordance with the principle of good faith and equal treatment and the obligation to ensure in the execution of the client's

²⁶ CR LSFIn-BÉGUIN, art. 8, N 74.

²⁷ Federal Council Message of 4 November 2015, BBl 2015 8901, 8956 ss.

²⁸ CR LSFIn-RICHA/FISCHER/FAVROD-COUNE, art. 13, N 8.

²⁹ Ordinance on Financial Services of 6 November 2019, SR 950.11.

orders, that the best possible outcome is achieved in terms of cost, timing and quality (best execution), are fully applicable to the custodian bank when providing an execution-only service to the client. In this regard, the custodian bank would breach its best execution obligation if it enables the EAM to delay the transactions that the EAM concluded³⁰.

Furthermore, the custodian bank shall comply with the requirements set forth in art. 19 FinSA, when borrowing financial instruments from clients' portfolios acting as a counterparty or as an agent for such transactions. In particular, the custodian bank can borrow financial instruments only if the client has given its prior and express consent to these transactions in writing in an agreement that is separate from the custodian bank's general terms and conditions.

B. FinSA applicability to the Client – External Asset Manager relationship

When appointing an EAM, the client typically entrusts the EAM with a discretionary portfolio management mandate or, in less frequent cases, with an investment advisory mandate (see section II.C.). The services thus provided by the EAM qualify as financial services according to art. 3 let c. num. 3 or 4 FinSA. The EAM, in its quality of financial service provider, needs to comply with the requirements set forth by FinSA, amongst them, notably, the classification of its client and the compliance with FinSA conduct rules. The custodian bank is not responsible for the financial service (discretionary portfolio management or investment advice) provided by the EAM appointed and instructed by the client, nor does the custodian bank have to make sure the EAM complies with its obligation towards the client³¹.

I. Client classification

The EAM is responsible for assigning his client to a category (retail, professional or institutional- see section III.A.1.) for the services provided to him (discretionary portfolio management or investment advice) in application of art. 4 par. 1 FinSA. It must, as well, inform the client, if he is not classified as retail client, of the possibility of *opting in* (art. 5 par. 7 FinSA).

³⁰ LOMBARDINI, *Gestion de fortune: réglementation, contrats et instruments*, p. 355, N 121.

³¹ LOMBARDINI, *Gestion de fortune: réglementation contrats et instruments*, p. 354, N 119; SwissBanking Vorlage Informationsschreiben EAM-Kunden (2020), p. 1.

2. *Conduct rules*

As a financial service provider, the EAM shall comply with FinSA conduct rules in accordance to art. 7 par. 1 FinSA.

a) Duty to provide information

The information mentioned at art. 8 par. 1 and 2 FinSA needs to be provided by the external asset manager directly to the client in relation to the financial service offered, which can be done in a standardized form on paper or electronically (art. 9 par. 3 FinSA).

Regarding the key information document, the document has to be made available by the EAM to retail clients if a financial instrument is recommended (investment advice), insofar as such a document must be produced for said financial instrument (art. 8 par. 3 FinSA). Should the EAM recommend a financial instrument to a retail client, it is its responsibility to make the key information document available to the client before the client takes an investment decision based on its advice.

Conversely, no key information document needs to be made available when the EAM provides a discretionary portfolio management service³² or when an investment advice service is provided to a professional or an institutional client.

b) Duty to perform suitability or appropriateness assessments

In application of art. 10 FinSA, a financial service provider, that provides discretionary portfolio management or investment advice services, shall perform a suitability or an appropriateness assessment.

A suitability assessment must be performed by the financial service provider when rendering a portfolio management service or an investment advice service, taking account of the client portfolio (portfolio based advice). The latter must enquire about its client's financial situation and investment objectives as well as their knowledge and experience- such knowledge and experience relating to the financial service and not to the individual transactions (art. 12 FinSA).

An appropriateness assessment is to be performed by the financial service provider when rendering an investment advice service for individual transactions without taking account of the entire client portfolio (transaction based

³² CR LSFIn-BÉGUIN, art. 8, N 74.

advice). The financial service provider must enquire about its client's knowledge and experience and must check whether financial instruments are appropriate for its client before recommending them (art. 13 FinSA).

If the financial service provider is of the opinion that a financial instrument is not appropriate or a service not suitable for its client, it shall advise him against it before providing it (art. 14 par. 2 FinSA).

As financial service provider, the EAM is thus responsible to perform a suitability or an appropriateness assessment before providing a discretionary portfolio management service or an investment advice service. It is also responsible for gathering the relevant information about its client's financial situation, investment objectives and knowledge and experience relating to financial services and instruments. Such information can be collected via a client profile document that is established and updated by the EAM. Should the information received by the EAM be insufficient for assessing the appropriateness or suitability of a financial instrument or service, it shall inform the client before rendering the service, that it cannot perform the assessment (art. 14 par. 1 FinSA).

If the client is a professional or institutional client, the EAM may assume that the client has the required level of knowledge and experience and can financially bear the investment risks associated with the financial service (art. 13 par. 3 FINSA).

c) Duty to document and render account

The EAM shall comply with the provisions of art. 15 par. 1 FinSA by documenting the financial services agreed with the clients and the information collected about him, the notifications described in art. 14 FinSA and the financial services provided to the client. Upon request, the EAM shall provide a copy of the above described documentation (art. 16 par. 1 FinSA).

In addition, and at the clients' request, the EAM shall render account of:

- the financial services agreed and provided;
- the composition, valuation and development of the portfolio;
- the costs associated with the financial services (art. 16 par. 2 FinSA).

d) Duty of transparency and care in client orders

The obligation to handle clients' orders in accordance with the principle of good faith and equal treatment and the obligation to ensure in the execution of clients' orders that the best possible outcome is achieved in terms of cost,

timing and quality (best execution), as described under art. 17 and 18 FinSA, are not directly applicable to the EAM, since the EAM does not execute the clients' orders but gives the instruction to the custodian bank on behalf of the client. It is important to note that there is no sub-delegation of an execution-only service by the EAM to the custodian bank. As a matter of fact, the execution-only service is rendered by the custodian bank to the client, not to the EAM (see section II.B.). The EAM acts as representative of the client according to the powers granted to it by the client and therefore the custodian bank always acts for the account of the client.

When providing discretionary portfolio management or investment advice services, the EAM will, though, be responsible for the choice of the execution-only service provider, the nature of the given instructions and the supervision of the order execution³³. The EAM shall make sure that the custodian bank executing the given instructions has the proper policies in place in terms of best execution. In our opinion, the EAM should be able to demonstrate that it has performed a check of such policies.

Regarding the requirements set forth in art. 19 FinSA, it applies to the EAM when borrowing financial instruments from clients' portfolios acting as a counterparty or as an agent for such transactions. According to such requirements, the EAM can borrow a financial instrument only if the client has given its prior and express consent to these transactions in writing, in an agreement that is separate from the EAM's general terms and conditions.

3. Role of the Custodian Bank in the relationship between the EAM and the Client

The custodian bank is not party to the relationship between the EAM and the client (see section II). Prior to the entry into force of FinSA, doctrine and jurisprudence had been developed around the question whether and to what extent custodian banks need to verify the activity of the EAM regarding the client's accounts or provide services in the context of the relationship between the client and the EAM³⁴. It can be argued that part of the considerations underlying the existing doctrine and jurisprudence can also be applied after entry into application of the FinSA rules and will thus remain valid.

³³ CR LSFIn-IFFLAND/BEN HATTER, art. 17, N 8.

³⁴ For example, Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017, N. 4.2.1 referring as example instead of many other decisions to Federal Court Decision 4A_369/2015 of 25 April 2016, N. 2.3 and Federal Court Decision 4A_593/2015 of 13 December 2016, N. 7.1.4 f.

As a general rule, custodian banks do not know the exact relationship between the client and the EAM and are not aware of the investment objectives, strategies and restrictions agreed between the client and the EAM. As set out in sections 1 and 2, it is the responsibility of the EAM to fulfill its legal obligations such as client classification, investment and risk profiles, information duties or appropriateness and suitability assessment. The custodian banks do neither have to fulfill these obligations nor be aware of the content of the agreement between the EAM and the client³⁵.

In accordance with constant jurisprudence³⁶, custodian banks may consider instructions given by the EAM on behalf of the clients as execution-only transactions. They do not need to verify suitability or appropriateness of the products or service. The custodian bank does not have to ensure that the EAM complies with its obligation towards the client³⁷. Custodian banks are not under the obligation to fulfil the information obligations of the EAM towards the client or provide relevant risk warnings³⁸. The courts even go so far as to say that “*in such a constellation, the (custodian) bank generally does not have to do anything.*”³⁹ While this jurisprudence is based on the legal framework prior to the entry into force of FinSA, the legal reasoning underlying these decisions is still applicable under the new law, as it has neither introduced any provisions nor put in place new requirements of the custodian banks in this regard. It can thus be expected that the custodian bank under the new law will still not need to fulfil these obligations⁴⁰.

Despite not being part of the contractual relationship between the client and the EAM, according to constant doctrine and jurisprudence, custodian banks must perform certain verifications regarding the activities of the EAM towards clients deposited with the custodian banks to manage their own risks⁴¹. Custodian banks will thus need to ensure that transactions instructed by the EAM are covered by the proxy granted by the client to the EAM⁴². Custodian banks should proceed with additional verifications if they become aware of unusual

³⁵ SwissBanking Vorlage Informationsschreiben EAM-Kunden (2020), p. 1 s.

³⁶ For example Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017, N. 4.2.1; Federal Court Decision 2017/IV/7, N. 4.2.1; SwissBanking Vorlage Informationsschreiben EAM-Kunden (2020), p. 1.

³⁷ LOMBARDINI, *Gestion de fortune: réglementation, contrats et instruments*, p. 354, N 119; Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017, N. 4.2.1; Federal Court Decision 2017/IV/7, N. 4.2.1.

³⁸ Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017; Federal Court Decision 2017/IV/7, N. 4.2.1.

³⁹ Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017, N. 4.2.2.

⁴⁰ SwissBanking Vorlage Informationsschreiben EAM-Kunden (2020), p. 1.

⁴¹ Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017; Federal Court Decision 2017/IV/7, N. 4.2.1.

⁴² GUGGENHEIM/GUGGENHEIM, N 903.

activity⁴³ (such as portfolio churning, misappropriation of funds or transfer of funds to the EAM itself). Custodian banks need to react in case of suspicion of such unusual activity by the EAM on the client accounts to avoid civil and criminal liability and to guarantee their own irreproachable activity⁴⁴ in accordance with art. 3 par. 2 Swiss Banking Act⁴⁵ and should inform the client about the situation according to its duty of loyalty⁴⁶. Jurisprudence has also held that custodian banks may be subject to an enhanced duty of information in very exceptional circumstances in case of a relationship of confidence between the client and the bank or in case of obvious lack of awareness of the client, which has become apparent to the bank⁴⁷.

It can be expected that the relevant doctrine and jurisprudence will continue to be applied even after entry into force of FinSA.

C. FinSA applicability to the Custodian Bank – External Asset Manager relationship

The relationship between the custodian bank and the EAM is a relationship in which the parties provide certain support and services to each other (see section II.D). It is generally formalized by a cooperation agreement encompassing the terms of the cooperation and the rights and obligations of each party towards the other, including confidentiality obligations⁴⁸. This agreement includes elements of a mandate agreement and is an innominate *sui generis* contract⁴⁹. As mentioned earlier (see section II.D.1.), the intensity of the relationship will vary and the content of the cooperation agreement will vary accordingly. However, the services that would typically be rendered under the cooperation agreement do not qualify as financial services pertaining to FinSA (*i.e.* preparation of the contractual relationship with the client, IT services, provision of

⁴³ Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017, N. 4.2.2 with further reference to of Federal Administrative Tribunal Decision B-3625/2014 of 6 October 2015; Federal Court Decision 2017/IV/7, N. 4.2.1.

⁴⁴ Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017; Federal Court Decision 2017/IV/7, N. 4.2.1.

⁴⁵ Banking Act of 8 November 1934, SR 952.0.

⁴⁶ GUGGENHEIM/GUGGENHEIM, N 905.

⁴⁷ Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017, N. 4.2.1 referring to Federal Court Decision 4A 369/2015 of 25 April 2016, N. 2.3 and referring as example instead of many other decisions to Federal Court Decision 133 III 97, N. 7.1.1.

⁴⁸ GUGGENHEIM/GUGGENHEIM, N 889.

⁴⁹ Federal Court Decision 4C.447/2004, N. 3.2; LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse* p. 744, N 97; LOMBARDINI, *Gestion de fortune: réglementation, contrats et instruments*, p. 354, N 118.

research and tasks in relation to AML duties) and thus, FinSA requirements do not apply to the provision of such services.

In specific cases, it could happen in practice that one of the parties provides a financial service directly to the other, for example investment advice by the custodian bank to the EAM. The requirements set forth by FinSA for the provision of financial services would then apply to the service provider when rendering said financial service, but in a limited way. Since the custodian bank and the EAM are both institutional clients according to art. 4 par. 3 let. a, FinSA conduct rules (art. 7 to 19 FinSA) will not apply to the service provided pursuant to art. 20 par. 1 FinSA. In our opinion, such financial service could be included in the cooperation agreement and the agreement would then contain services for which FinSA does not apply as well as one (or more) for which FinSA will apply. For clarity sake, we would recommend, though, that if a financial service is provided by one of the parties to the other, it be formalized in a separate agreement.

In the framework of this cooperation between the custodian bank and the EAM to service the client and based on the considerations under section III.B.3., there is no obligation of the custodian bank arising from the cooperation agreement between the parties to supervise services provided by the EAM to the client.

D. FinSA Level playing field

In conclusion to this section we can highlight that the new FinSA regulation creates a level-playing field for financial services providers which are now subject to the same requirements. FinSA also clarifies the roles and responsibilities of the custodian bank and the EAM towards the client. In our analysis, a large part of the existing doctrine and jurisprudence regarding the role of the custodian bank, in the relationship between the client and the EAM, will remain relevant even under the new FinSA rules, as these rules did not alter the triangular relationship between the parties and did not introduce any new rules for the custodian bank in the relationship between the client and his EAM (see section III.B.3.). A few specific questions remain open (see sections III.A.1 and III.A.2.) but, in our opinion, FinSA leaves a certain margin for interpretation that can lead to pragmatic solutions without lessening client protection.

IV. Financial Institutions Act: Impact on Custodian Bank and EAM

FinIA and the implementing Financial Institutions Ordinance (FinIO)⁵⁰ have introduced a new supervisory regime and extensive new requirements regarding the organization, authorization⁵¹ and supervision of EAM. Other organizational requirements were introduced to all financial service providers by FinSA in the context of the new conduct rules. The relevant FinIA and FinSA requirements apply after different staggered transitional periods set out in this section. The new supervisory regime and requirements have an important impact on the relationship between the EAMs and the custodian banks.

A. External Asset Manager: organization, authorization and supervision

The new supervisory regime and organizational requirements under FinIA are not one-size-fits-all given the vast number of EAMs and their important differences in operating models. Rules applicable to the EAMs will differ depending on their activity, their client base and whether they have a Swiss presence or not:

- Regarding the activity, FinIA distinguishes between EAMs limiting their activity to advisory services only (so-called “investment advisers” – art. 3 FinSA) and EAMs having the authority based on a mandate agreement to dispose over clients’ assets (so-called “portfolio managers” – art. 17 FinIA). Rules for EAMs who are investment advisers only are much lighter. The supervisory framework and organizational requirements for EAMs who also act as portfolio managers are much more exhaustive (see sections IV.A 1 and 2).
- Regarding the client base, FinIA and FinSA provide for certain exemptions for EAMs limiting their activity to professional clients only (see sections IV.A 1 and 2).
- Regarding the Swiss presence, FinIA rules distinguish between, on the one hand EAMs with a Swiss presence who can be a Swiss EAM or a foreign EAM with a Swiss branch or representation office and, on the other hand,

⁵⁰ Ordinance of 6 November 2019 on Financial Institutions (Financial Institutions Ordinance, FinIO), SR 954.11.

⁵¹ Throughout this article, the term “authorization” will be used. In practice, including on the FINMA website and in the English translation of FinIA and FinIO, the term “license” is often employed. Both terms used refer to a full authorization by FINMA.

a foreign EAM active in Switzerland on a cross border basis without presence in accordance with art. 58 FinIA (see sections IV.A 1 and 2).

In the cooperation between custodian banks and the EAM, custodian banks will need to take into account the different regimes and requirements as well as the staggered transitional periods for each of the different groups of EAMs (see section IV.B).

1. *Authorization and supervision*

a) **Swiss EAMs and foreign EAMs with Swiss presence acting as portfolio managers**

FinIA has introduced an authorization requirement for EAMs established in Switzerland and foreign EAMs with branches in Switzerland managing assets in the name of and on behalf of clients on a commercial basis according to art. 17 FinIA and art. 3 let. c FinSA (so called portfolio managers). At the end of the transitional period, these portfolio managers will need an authorization by FINMA and be subject to an ongoing supervision by a supervisory organization in accordance with art. 5 par. 1, 17, 52, 58 and 61 FinIA and art. 43b Financial Market Supervision Act (FINMASA)⁵².

Portfolio managers having started their commercial activity on or after 1st January 2020 must meet the authorization conditions as soon as they start their activity.

Portfolio managers who started their commercial activity before 1st January 2020 enjoy a transitional period until 31 December 2022. These pre-existing portfolio managers needed to announce themselves to FINMA by 30 June 2020 and need to submit a request for authorization with FINMA at the latest on 31 December 2022 (art. 74 par. 2 FinIA). According to FINMA, “*if the application is received by FINMA after the deadline, this would mean that the company is operating without a license, which could entail consequences under criminal law.*”⁵³ Consequences for willful activity without authorization may amount to a custodial sentence of up to 3 years or a monetary penalty according to art. 44 par. 1 FINMASA. For negligent actions, the sanction will be a monetary penalty of up to CHF 250'000.– (art. 44 par. 2 FINMASA).

⁵² Federal Act on the Swiss Financial Market Supervisory Authority of 22 June 2007, SR 956.1.

⁵³ FINMA Press release “FINMA recommends portfolio managers and trustees submit licence applications in good time”, 16 September 2021, <<https://www.finma.ch/de/news/2021/09/20210916-mm-halbzeit-finig/>>, accessed on the 4 January 2022.



Prior to the submission of an authorization request, the portfolio manager already needs to be affiliated with a supervisory organization as per art. 7 par. 2 FinIA. In practice, before allowing the affiliation, the supervisory organizations will review a draft of the entire FINMA authorization request including all supporting annexes. While EAMs are in the process of affiliating with the supervisory organization, they continue to be affiliated with a self-regulatory organization in accordance with art. 24 of the Swiss Anti-Money Laundering Act⁵⁴ (art. 74 par. 2 FinIA).

Given the important number of portfolio managers still requiring an authorization (approximately 2'400⁵⁵) and the limited number of supervisory organizations (5 in February 2022⁵⁶), authorization requests need, in practice, to be submitted to the supervisory organizations by 30 June 2022 at the latest, to allow for sufficient time for the supervisory organizations to process all authorization requests in time for the 31 December 2022 filings with FINMA⁵⁷. FINMA, the supervisory organizations and different consultants are continuously alerting EAMs to these tight deadlines and the required retro-planning⁵⁸.

⁵⁴ Swiss Anti-Money Laundering Act of 10 October 1997, SR 955.0.

⁵⁵ FINMA Press release “FINMA recommends portfolio managers and trustees submit licence applications in good time”, 16 September 2021, <<https://www.finma.ch/de/news/2021/09/20210916-mm-halbzeit-finig/>>, accessed on the 4 January 2022.

⁵⁶ <<https://www.finma.ch/en/documentation/dossier/dossier-vermoegensverwalter-und-trustees/finia-for-portfolio-managers-and-trustees/>>, accessed on the 4 January 2022.

⁵⁷ FINMA Press release, “FINMA recommends portfolio managers and trustees submit licence applications in good time”, 16 September 2021, <<https://www.finma.ch/de/news/2021/09/20210916-mm-halbzeit-finig/>>, accessed on the 4 January 2022.

⁵⁸ As examples: <<https://www.gwp.ch/en/online-tools/fidleg-finig-assessment>>; <<https://www.fincontrol.ch/#Milestones&Timeline>>; <<https://osif.ch/portfolio-managers-and-trustees/video/?lang=en>>, accessed on the 4 January 2022.

While the authorization requests need to be submitted to FINMA by 31 December 2022, the treatment of such a large number of requests of portfolio managers by FINMA is likely to take several months or even years. During this period, the portfolio managers will not be formally authorized and supervised. However, if the request is filed within the deadline, the portfolio managers may continue to operate until a FINMA decision is reached (art. 74 par. 2 FinIA)⁵⁹.

Upon granting of the authorization by FINMA, the ongoing supervision of the portfolio manager will be exercised by the supervisory organization (art. 43b FINMASA). The ongoing supervision by the supervisory organization concerns the continuous compliance with the relevant financial markets' regulation. In cases of violations, the supervisory organization will set an appropriate period to restore compliance (art. 43b FINMASA). If the violation persists, the supervisory organization will inform FINMA (art. 43b FINMASA). FINMA may order an internal investigation, corrective measures and eventually even revoke the authorization.

In addition to the authorization by FINMA and supervision by the supervisory organizations, portfolio managers also need to be affiliated with a mediation body in accordance with art. 16 FinIA. Portfolio managers will be subject to regular audits (frequency 1 to 4 years based on a risk-based approach) by regulatory auditors as set out in art. 62 FinIA.

b) Swiss EAMs and foreign EAMs with Swiss presence acting as investment advisers

Swiss EAMs and EAMs with a Swiss presence, which limit their activity to advisory services and conduct no discretionary portfolio management, are referred to as investment advisers (art. 3 FinSA). They will neither need to affiliate with a supervisory organization nor to obtain a FINMA authorization. Instead, each Swiss or non-Swiss client adviser is under the duty to register with a registration body authorized by FINMA to be inscribed into the register of advisers (art. 28 par. 1 FinSA). The registration requirement applies to the client advisers individually, both for those who are employed by financial service providers and advisers who provide financial services as independents. Investment advisers also need to affiliate with an ombudsman (art. 29 par. 1 let. c FinSA).

⁵⁹ <<https://www.finma.ch/en/documentation/dossier/dossier-vermogensverwalter-und-trustees/finia-for-portfolio-managers-and-trustees/>>, accessed on the 4 January 2022.

c) Foreign EAMs without local presence

Foreign EAMs providing financial services without a local presence in Switzerland do not require a FINMA authorization and will not be subject to the supervision of the supervisory organization. Instead, they need to be registered in a register of foreign advisers (art. 28 par. 1 FinSA) and affiliate with an ombudsman (art. 29 par. 1 let. c FinSA) if they provide services for all categories of clients (private, professional and institutional according to art. 4 FinSA – see sections III.A.1 and III.B.1). Should their services be limited to professional and institutional clients and under the condition that they are already prudentially supervised abroad, they will not even require the registration with the register of foreign advisers (art. 28 par. 2 FinSA and art. 31 FinSO). Usually, foreign EAMs are already subject to relevant authorization and supervision requirements in their home jurisdiction, which are not discussed in this article.

2. Organizational requirements

a) Swiss EAMs and foreign EAMs with Swiss presence acting as portfolio managers

FinIA has introduced in its art. 20 ss. (and art. 23 ss. FinIO) important organizational requirements for Swiss EAMs. Requirements for foreign EAMs are set out in art. 53 FinIA. These requirements need to be fulfilled prior to the submission of the authorization request to FINMA, at the latest on 31 December 2022. In practice, the requirements will already need to be fulfilled or be in the process of being implemented when the EAM submits its application of affiliation to the supervisory organization in the first half of 2022. These are in addition to the organizational requirements required to comply with the conduct rules (art. 21 ss. FinSA and art. 23 ss. FinSO) applicable as of 1st January 2022 (art. 106 FinSO).

The organization requirements set out in art. 21 ss. FinIA and art. 23 ss. FinIO, are partially new and partially consist in a formalized documentation of already existing practice. EAMs acting as portfolio managers must be organized in one of the legal forms permitted (sole proprietorship, commercial enterprise or cooperative). Management of the EAM must be conducted by at least two qualified persons who meet the requirements for proper business conduct and who are adequately trained to provide portfolio management services with sufficient experience in the field. The employees must be qualified to perform the tasks or the tasks need to be delegated to a qualified external body. The

EAM must have adequate own funds and have concluded a commercial insurance policy. EAM must prepare a business plan and budget planning for the next 3 years, sufficiently describe and document activities and strategies including client base (number of clients, private and/or professional; geographical allocation of clients, assets under management by regions), number and types of services offered, investment strategies and products recommended to clients or used in discretionary portfolio mandates (traditional, alternative, real estate, *etc.*)⁶⁰. Internal organization and procedures must be sufficiently organized and documented, including the investment process, effective and appropriate risk management and internal control systems, internal audit and compliance functions, anti-money laundering procedures and conflict of interest management (art. 20-23 FinIA). EAMs must also dispose of sufficient software and IT systems. Any outsourcing or delegation of tasks needs to be formalized (art. 21-24 FinSA). Business continuity planning needs to be in place. EAMs will need to already respect the relevant conduct rules (see section III.B.) since 1st January 2022. The relevant organization, training and documentation required for the respect of these conduct rules and a sufficiently formalized documentation of actions taken also form part of the organization required for the EAM. FINMA will pay particular attention to the organization regarding suitability of financial services and suitability/appropriateness of financial products for clients, cross-border business activities, anti-money laundering requirements and market conduct⁶¹. FINMA is likely to request adjustments to the organization and activities in case of high-risk business models in accordance with art. 26 par. 2 FinIO (such as high volume of assets under management, involvement of foreign custodian banks, heterogeneous structure of foreign clients, *etc.*)⁶². It is also expected that EAMs will duly formally document their relationships with the clients' custodian banks.

⁶⁰ HIRSCHI/UKOH, FINMA Presentation "Initial experiences with the licensing process for portfolio managers and trustee", p. 13; <https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/21-0379_ppt-masterversion-2021_de.pdf?la=en>, accessed on the 4 January 2022.

⁶¹ HIRSCHI/UKOH, FINMA Presentation "New regime for portfolio managers and trustees", p. 21; <<https://www.finma.ch/en/documentation/dossier/dossier-vermoegensverwalter-und-trustees/neues-regime-der-vermoegensverwalter-und-trustees/>>, accessed on the 4 January 2022.

⁶² HIRSCHI/UKOH, FINMA Presentation "Initial experiences with the licensing process for portfolio managers and trustee", p. 12 ss.; <https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/21-0379_ppt-masterversion-2021_de.pdf?la=en>, accessed on the 4 January 2022.

b) Swiss EAM and EAM with Swiss presence acting as investment advisers

For Swiss investment advisers or foreign investment advisers with a Swiss presence, FinIA and FinSA have, by far, not introduced the same level of organizational requirements as for portfolio managers. These investment advisers are subject to the same conduct rules (art. 7 ss. FinSA – see section III.B.) as portfolio managers. They must meet the organizational requirements related to the conduct rules in accordance with art. 6, 21-27 FinSA and art. 106 FinSO as of 1st January 2022. There are, however, no similar rules as imposed on portfolio managers regarding permitted legal form, management, own funds, risk management and internal control systems, *etc.* Instead, requirements provided in art. 29 par. 1 and par. 2 FinSA, are limited to a professional indemnity insurance (or equivalent collateral), affiliation to an ombudsman, absence of criminal record and prohibition to exercise an activity in accordance with art. 33 FINMASA, sufficient knowledge of the rules of conduct under FinSA and necessary expertise to exercise the tasks (art. 6 FinSA).

c) Foreign EAMs without local presence

Foreign EAMs providing financial services without a local presence in Switzerland, will usually be subject to relevant organizational requirements in their home jurisdiction, which are not discussed in this article. In addition thereto, they are subject to the same conduct rules (art. 7 ss. FinSA – see section III.B.) as Swiss portfolio managers and investment advisers and should meet the organizational requirements related thereto in accordance with art. 6, 21-27 FinSA and art. 106 FinSO, as of 1st January 2022. They also need sufficient knowledge of the rules of conduct under FinSA and necessary expertise to exercise the tasks (art. 6 and 22 FinSA). No additional organizational requirements comparable to the ones for EAMs acting as portfolio managers, have been introduced by FinIA.

B. Role of the custodian bank within the new supervisory framework

As mentioned in section II.D., custodian banks conduct initial and ongoing due diligence and a certain extent of oversight when working with EAMs. According to existing jurisprudence before entry into force of FinSA and FinIA, custodian banks need to conduct the due diligence as part of the

know-your-counterparty verifications and risk management of their own risk in view of the guarantee of the irreproachable activity⁶³.

The legal basis and the considerations underlying this jurisprudence have not been modified by the new laws. The custodian banks will need to continue to conduct a certain degree of due diligence and oversight, even after the entry into application of the new legislative framework. The new organizational requirements and supervisory framework introduced by FinSA and FinIA are, however, expected to have an impact on the depth and intensity of the due diligence and the oversight to be conducted.

The exact impact of the new laws is currently being debated across the industry. Industry practice is not yet finalized but in the process of being established and evolving during the course of the transitional period until 31 December 2022 (art. 74 FinIA) and beyond during the year 2023. Important exchange has taken place between the Swiss Bankers Association, individual custodian banks, EAM associations, supervisory organizations and FINMA in this regard. An industry consensus seems to emerge that custodian banks should be able to rely, to a larger extent, on the new supervisory framework (authorization by FINMA, supervision by the supervisory organizations and auditors). Custodian banks should be able to gradually reduce their due diligence and oversight during the transitional period and 2023 (see considerations in this section IV.B.). Eventually, custodian banks should not need to duplicate oversight but be able to rely on supervision performed by FINMA, the supervisory organizations and auditors.

Doctrine analyzing the impact of FinIA on the role of the custodian bank is still awaited. Jurisprudence can realistically only be expected a few years after the application of the new framework when the first cases will be brought to the courts.

The considerations⁶⁴ in section IV.B. are therefore based on our observations of the industry practice currently being developed between custodian banks, Swiss Bankers Association, EAMs, supervisory organizations and FINMA.

⁶³ Art. 3 Banking Law; Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017.

⁶⁴ The opinions expressed within this chapter are solely the authors' opinions and do not reflect the opinion or belief of their employer or the associations of which they are members.

1. Before the end of the transitional period

a) Preparation by EAMs

For Swiss EAMs having started their commercial activity before 1 January 2020, the transitional period applies (art. 74 par. 2 FinIA). By 30 June 2020, the pre-existing EAM needed to report to FINMA (see art. 74 par. 2 FinIA). EAMs should have complied with the FinSA conduct rules since 1 January 2022 and taken all relevant organizational measures to do so by end of 2021. By the second half of 2022, at the latest, EAMs will need to have requested the affiliation with a supervisory organization and prepared in this context their request for authorization with FINMA, which the supervisory organizations need to review⁶⁵. This means that by this time, the EAM will already need to meet a large part of the relevant requirements and be in the process of implementing the remainder. Feedback across the industry seems to suggest that most pre-existing EAMs will wait until the very end of the transitional period before formally submitting the request for authorization to FINMA. In practice, it can be observed that EAMs are currently in the process of adjusting to the new organizational requirements. First experiences of supervisory organizations show that most EAMs will also receive comments by the supervisory organization, which need to be implemented before they may affiliate and eventually submit their request to FINMA.

Similarly, EAMs having taken up their commercial activity on or after 1st January 2020, will need to have affiliated with a supervisory organization by 6 July 2021 and have submitted a request for authorization to FINMA. These EAMs will need to meet the organizational requirements by the time they submit their request.

EAMs who are investment advisers will have had to register with the register of client advisers.

b) Impact on relationship with Custodian Bank

Regarding the role of the custodian banks at this stage of the transitional period, we consider that the custodian banks will probably still need to conduct the full initial and ongoing due diligence as before entry into application of FinIA (see section II.D.). Given that EAMs are not yet supervised and authorized during the transitional period, but that they are still preparing for the

⁶⁵ As examples: <<https://www.gwp.ch/en/online-tools/fidleg-finig-assessment>>; <<https://www.fincontrol.ch/#Milestones&Timeline>>; <<https://osif.ch/portfolio-managers-and-trustees/video/?lang=en>>, accessed on the 4 January 2022.

submission of the authorization request, it seems logical that custodian banks cannot yet rely on the new supervisory architecture.

In practice, the due diligence conducted by custodian banks includes verification of the existence of the EAM, ownership structure, affiliation to the anti-money laundering body and industry associations, organization (including anti-money laundering measures, risk management and compliance), the client structure, the services provided (investment advisory mandate or discretionary portfolio mandates), the financial products used by the EAM for its clients (to ensure the custodian bank offers depositary services for these types of assets) and possible use of outsourcing or delegation.

Custodian banks, as a general rule, do not need to verify the exact relationship between the EAM and each of its clients⁶⁶. Custodian banks will however request that the client signs a proxy for the EAM to allow the custodian bank to provide financial information regarding the client's accounts to the EAM and to execute orders given by the EAM.

It is standard practice by custodian banks to inform the EAM about their own *modus operandi*, their client acceptance policy, services offered in the execution-only space, brokers and correspondent banks used *etc.*

Custodian banks have already clarified over the past months that going forward they will only want to work with EAMs who are duly organized and eventually authorized and supervised. In practice, we can see that the due diligence by the custodian banks is gradually being adjusted over the course of the transitional period, to include questions assessing whether the EAMs seem to meet the relevant organizational requirements under FinSA, and are preparing in time to meet the FinIA requirements. The annual questionnaires have, for example, been adjusted to include questions about client classification and conduct rules, the notification to FINMA or the register of client advisors in June 2020, the selection of a supervisory organization, the affiliation with the supervisory organization and with a mediation body, the selection of the auditor and the preparation of the FINMA authorization request.

In practice we see that, given the different transitional periods, custodian banks distinguish between the EAM pre-existing before 1st January 2020 and the ones having taken up business after this date. The latter have much shorter deadlines to fulfill the relevant requirements, which should also be reflected in the initial and ongoing due diligence of the custodian bank. There is a general industry consensus that it is not the responsibility of the custodian bank to ensure that EAMs are preparing in time to meet the relevant requirements. Nevertheless,

⁶⁶ Federal Administrative Tribunal Decision B-5756/2017 of 18 May 2017, N. 4.2.2.

to reduce their own risk, custodian banks will want a certain degree of comfort that the EAMs have begun preparations.

Given that the new supervisory framework draws important distinctions between EAMs based on activity, client base and Swiss presence (see section IV.A.), custodian banks will want to pay particular attention to the operating model of the EAM in this regard. Depending on the answers provided and its daily operational experience with an EAM, the custodian bank should, to a certain degree, be able to assess whether an EAM will require an authorization by FINMA or not. EAMs limiting their activity to advisory services will not require the FINMA authorization but need to be registered with the register of client advisers (art. 28 par. 1 FinSA and section IV.A.1). Custodian banks will be able to assess whether the EAM is acting as a pure adviser or is giving instructions on behalf of the client for assets booked with the custodian bank. The custodian banks will not have the same information regarding clients of the EAM booked with other custodian banks and will thus not be able to fully assess whether the exception of the authorization requirement really applies. On the other hand, should an EAM claim to be an investment adviser but then seek to pass investment instructions on behalf of clients based on a proxy, this should raise strong doubts with the custodian bank and clarifications regarding a status as portfolio manager and the preparation for a request of authorization must be raised.

EAMs need to comply with the relevant rules of FinSA (client classification and conduct rules) since 1st January 2022 (see section III.A.). Industry consensus is emerging between custodian banks, EAMs, supervisory organizations and consultants that it is not the responsibility of the custodian bank to assess whether the EAM is complying with the conduct rules under FinSA. This being said, we expect that in practice, to reduce its own risk, the custodian bank will want a certain degree of comfort that the EAM has sufficient knowledge of the relevant requirements and has taken the appropriate organizational steps (see section III.B.3.). In practice, we can see that custodian banks' due diligence questionnaires have been completed with questions regarding client classification and certain conduct rules.

2. Between the end of the transitional period and the obtention of the authorization

a) EAMs awaiting FINMA authorization

By the end of the transitional period, as of 31 December 2022, the EAMs who are portfolio managers, and thus falling under an authorization

obligation, will need to have submitted their application of authorization to FINMA. From this date on, custodian banks will only want to work with EAM who have fulfilled this legal obligation. It is important to note that the EAM will not yet be formally authorized, as the authorization requests will be processed by FINMA over several months.

b) Impact on relationship with Custodian Bank

Regarding the role of the custodian banks at this stage in the process, the banks will not have information about the ongoing authorization review process by FINMA and possible FINMA comments. According to FINMA itself, during 2023, custodian banks “*will not know automatically... who is waiting for a licence and who is operating without licence*”⁶⁷.

Nevertheless, to reduce their own risk, we believe that custodian banks should seek to understand whether EAMs have met the deadlines during the transitional period. It can be expected that custodian banks will adjust their initial and ongoing due diligence to enquire about the affiliation of the EAM with the supervisory organizations, the filing of their authorization requests by 31 December 2022 and the eventual granting or refusal of an authorization by FINMA.

We expect that as of this stage, custodian banks will be able to rely, to a certain extent, on the work conducted by the supervisory organizations (see section 1 before the end of the transitional period). Prior to the formal submission of the applications, the supervisory organizations will have conducted an in-depth analysis of the entire authorization request, including the organizational requirements and the conduct rules. The permission of the supervisory organization that an EAM may affiliate and file the authorization request with FINMA, will give custodian banks a large degree of comfort regarding the organization of the EAM and the due diligence can be adjusted accordingly. During recent industry workshops, consensus is emerging that custodian banks should be able to rely on the verifications of the supervisory organization regarding organizational requirements, such as qualification and sufficient experience of management and personnel, adequate own funds and insurance policy, sufficient internal organization and procedures including the investment process, risk management and internal control systems, internal audit and compliance functions, anti-money laundering procedures and conflict of interest management. Custodian banks should be able to adapt the initial and ongoing due

⁶⁷ FINMA Press release “FINMA recommends portfolio managers and trustees submit licence applications in good time”, 16 September 2021, <<https://www.finma.ch/de/news/2021/09/20210916-mm-halbzeit-finig/>>, accessed on the 4 January 2022.

diligence to reflect the reliance on the verifications of the supervisory organizations.

For EAMs who act as investment advisers only and are not subject to the authorization requirement, custodian banks will not be able to rely on verifications by a supervisory organization or FINMA. We expect that custodian banks will probably need to continue their due diligence to nearly the same extent as before the entry into force of FinIA and FinSA.

3. *After the obtention of the authorization*

a) **Authorized and supervised EAMs / EAMs in the client adviser register**

Once the EAM has received its authorization by FINMA, it will appear on the “*list of portfolio managers and trustees licensed by FINMA and monitored by a supervisory organization*”, or the corresponding list for domestic group companies on the FINMA website⁶⁸.

After obtention of the authorization, the EAM will fall under the supervision of the supervisory organization (see art. 61 FinIA and art. 43b FINMASA). It will also be subject to regular audits by its external auditors (see art. 62 FinIA). The audit frequency may vary between 1 year to 4 years depending on the activity of the EAM and the associated risks. In years without periodic report, the EAM shall submit to the supervisory organization a report on its own business activities in compliance with the legislative provisions (art. 62 par. 3 FinIA).

The EAM is also under the obligation to notify its supervisory organization and FINMA of any change of circumstances and to obtain prior FINMA approval of substantial changes (see art. 8 FinIA and art. 22 FinIO). The supervisory organization and FINMA will verify whether the conditions for authorization continue to be fulfilled by the EAM.

For EAMs who are investment advisers and who will be registered with the register of advisers, no comparable supervision exists. They are under the obligation to notify the registration body of changes in facts underlying their registration as per art. 32 par. 2 FinSA. The registration body shall deregister the EAM if the conditions are no longer met (art. 32 par. 4). There is, however, no comparable supervision to the one exercised over EAMs who are portfolio managers.

⁶⁸ <<https://www.finma.ch/en/finma-public/authorised-institutions-individuals-and-products/>>, accessed on the 4 January 2022.

b) Impact on relationship with Custodian Bank

Regarding the role of the custodian banks, there are very strong arguments that custodian banks, when working with EAMs who are portfolio managers, will be able to rely on the verifications conducted by FINMA during the licensing process, the continuous supervision by the supervisory organizations and the audits conducted by the regulatory auditors.

There is a general agreement across the industry, that the authorization by FINMA will give custodian banks a great degree of comfort regarding the EAM and its organization. After all, according to FINMA's own presentations, "*a FINMA licence is an opportunity/seal of quality*"⁶⁹. FINMA will grant "*no licence without the necessary adjustments being made*"⁷⁰ including to the organization of the EAM.

In our opinion, there should be no need for custodian banks to verify points already verified by FINMA. This will include organizational requirements such qualification and sufficient experience of management and personnel regarding activities and services offered and types of clients, investments and products, own adequate funds and insurance policy, sufficient internal organization and procedures including the investment process, risk management, internal control systems, internal audit and compliance functions, anti-money laundering procedures and conflict of interest management. Custodian banks can safely assume that any potential organizational shortcomings perceived by FINMA will have been remedied by the EAM prior to the granting of the authorization.

In case of change of circumstances of the EAM, custodian banks will not necessarily be aware of the change of circumstances. In our view, they may assume that the EAM will comply with their duty of notification to FINMA and the supervisory organizations. They may equally assume that FINMA and the supervisory organizations will react should the conditions no longer be fulfilled. Custodian banks will also be able to expect that any shortcomings perceived by the auditors will be brought to the attention of the supervisory organization and FINMA and be remedied.

⁶⁹ HIRSCHI/UKOH, FINMA Presentation "New regime for portfolio managers and trustees", p. 7 and 10; <<https://www.finma.ch/en/documentation/dossier/dossier-vermoegensverwalter-und-trustees/neues-regime-der-vermoegensverwalter-und-trustees/>>, accessed on the 4 January 2022; HIRSCHI/UKOH, FINMA Presentation "Initial experiences with the licensing process for portfolio managers and trustee", p. 6; <https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/21-0379_ppt-masterversion-2021_de.pdf?la=en>, accessed on the 4 January 2022.

⁷⁰ HIRSCHI/UKOH, FINMA Presentation "Initial experiences with the licensing process, for portfolio managers and trustee" p. 9, <https://www.finma.ch/en/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/21-0379_ppt-masterversion-2021_de.pdf?la=en>, accessed on the 4 January 2022.

On the other hand, we consider that, even once the EAM will have obtained a FINMA authorization, a certain degree of due diligence will need to remain in place by the custodian banks.

An initial due diligence should be conducted for risk mitigation reasons as for each counterparty or cooperation partner. The usual Know-Your-Counterparty verifications will need to be conducted. These will continue to include verifications such as existence of the EAM, registration with the commercial register, FINMA authorization and affiliation with a supervisory organization and the mediation body. For business reasons, in order to ensure smooth cooperation, a more detailed due diligence regarding the operational model, alignment of EAMs envisaged client base with client acceptance policy of the custodian bank, types of services offered, the EAMs investment strategies and products, will need to be conducted. This process should ensure that the clients of the EAM will be acceptable to the custodian bank and that the custodian bank may offer all services related to assets and products placed by the EAM with the clients (*e.g.* custody of digital assets). Regarding non-Swiss clients and relevant cross-border activities, we expect that custodian banks will want to ensure for commercial reasons that the envisaged client base is in line with the custodian bank's own cross-border strategy. Should this not be the case, custodian banks will need to inform the EAM pro-actively that clients from certain jurisdictions will possibly not be accepted by the custodian bank. Custodian banks will not need to verify whether the EAM holds authorizations outside of Switzerland in its relevant cross-border target markets or whether it respects the relevant cross-border rules applicable to its activity.

In the framework of the initial due diligence, EAMs might want to share, on a voluntary basis, with the custodian bank part or all of their authorization application files. These files will provide a complete overview of the organization and activity of the EAM.

Regarding the ongoing due diligence and supervision, although custodian banks will be able to rely on the continuous supervision by the supervisory organizations and the audits conducted by the regulatory auditors, they will still want to have a certain degree of ongoing oversight as they do for all counterparties to reduce their own risk. In particular, should the custodian bank become aware of changes in organization or supervisory status of the EAM (for example through newspaper articles, information provided by clients *etc.*), they will need to verify and, if required, take measures.

C. Appreciation of the FinIA impact on the relationship EAM – custodian bank

Concluding this section, we consider that the impact of FinIA on the relationship between an EAM and custodian bank will be more profound than the impact of FinSA. The impact will evolve over the transitional period and throughout 2023 as the new rules regarding organization, authorization and supervision come into effect. Doctrine, FINMA expectations and jurisprudence are only expected over the next months and years. In the meantime, the industry practice is being discussed between EAMs, custodian banks and associations. These discussions show a general understanding that custodian banks will, even under the new regime, need to continue initial and ongoing due diligence and a certain degree of oversight to manage their own risk. They will, however, in the future be able to rely on the outcomes of FINMA, supervisory organizations and auditors' assessments to a very large extent and thus be able to reduce the intensity of the initial and ongoing due diligence and of their oversight.

V. Conclusion

The entry into force of FinSA and FinIA have impacted clients, custodian banks and EAMs and the relationships between them.

The new conduct rules introduced by FinSA, notably client classification, information duties and suitability and appropriateness assessments, apply separately to the EAM and the custodian bank for the specific financial services each provides to clients. In the relationship between the EAM and the custodian bank, FinSA has clarified the roles and responsibilities of each financial services provider when they render to a client a financial service of their own.

The new supervisory framework introduced by FinIA with the authorization requirement for EAMs acting as portfolio managers, the ongoing supervision by supervisory organizations and important new organizational requirements for the EAMs have a profound impact on the relationship between EAMs and custodian banks. Custodian banks may, over the course of the transitional period, gradually adapt their initial and ongoing due diligence and supervision and rely increasingly on the verifications and supervisions by FINMA and the supervisory organizations. The changes brought by the new supervisory framework are far less reaching for EAMs limiting their activity to investment advice. In regards to investment advisers, custodian banks will need to continue their initial and ongoing due diligence nearly to the same extent as before the entry into force of the new laws.

Finally, this new regulatory framework should enable custodian banks and EAMs to focus on providing high quality services to their clients and act in their best interests.

VI. Bibliography

Alessandro BIZZOZERO/Sophie MAILLARD, Gérants indépendants – Gestion de risques par la banque dépositaire, Genève 2014; **FINMA**, Press release, “FINMA recommends portfolio managers and trustees submit licence applications in good time”, 16 September 2021; **Daniel GUGGENHEIM/Anath GUGGENHEIM**, Les contrats de la pratique bancaire suisse, Stämpfli, 5th ed., Bern 2014; **Thomas HIRSCHI/Kenneth UKOH**, FINMA Presentation “Initial experiences with the licensing process for portfolio managers and trustee”, April 2021; **Thomas HIRSCHI/Kenneth UKOH**, FINMA Presentation “New regime for portfolio managers and trustees”, January 2021; **Carlo LOMBARDINI**, Droit bancaire Suisse, Schulthess, 2nd ed, Zürich 2008; **Carlo LOMBARDINI**, Gestion de fortune: réglementation, contrats et instruments, Schulthess, Zürich 2021; **Alexandre RICHA/Philipp FISCHER (éds)**, Loi sur les services financiers, Commentaire Romand, Bâle 2021 (cited: CR LSFIn-AUTEUR, art. X, N Y); **Alexandre RICHA/Alessandro BIZZOZERO/Marine HALDY**, « *La qualification juridique du contrat* », in: Le mandat de gestion de fortune, 2nd edition, Zurich/Genève/Bâle 2017; **Lynda ROSSIER**, L’«execution only», quelle responsabilité pour la banque?, Bulletin CEDIDAC n° 54, June 2010; **SwissBanking**, Vorlage Informationsschreiben EAM-Kunden, Basel 2020.

