



**UNIVERSITÉ
DE GENÈVE**

FACULTÉ DE DROIT

Mémoire de Master en Droit Économique

Professeur: Madame Anne Héritier-Lachat

Assistante : Madame Yaël Benmenni

La Distribution Privée d'Actions en Suisse



ou le Cadre Juridique du Capital Risque

J'atteste que dans ce texte, toute affirmation qui n'est pas le fruit de ma réflexion personnelle est attribuée à sa source et que tout passage recopié d'une autre source est en outre placé entre guillemets.

Marc Deschenaux

Table des matières

Introduction.....	3
1. Le Mythe du Business Plan	5
2. L'Émetteur (Issuer)	6
3. Le Prospectus ou Mémoire d'Émission Privée (Private Offering Memorandum)	6
4. La Sollicitation.....	11
L'Investisseur (Investor)	11
L'Investisseur Qualifié (Accredited Investor)	11
Du «particulier fortuné»	12
6. Les Distributeurs (Distributors)	13
Le Venture Capitaliste ou Capital Risqueur (Venture Capitalist)	13
Le Négociant (Investment Bank)	13
Le Courtier (Broker).....	14
7. La Divulgence (Disclosure).....	14
Le Principe de Transparence (Full Disclosure).....	15
Les Documents Annexes.....	15
Le Bilan et les États Financiers	15
La Lettre de Confort (Comfort Letter)	15
L'Opinion Légale (Legal Opinion)	16
8. La Diligence (Due Diligence)	16
9. La Valorisation (Valuation)	17
10. La Souscription (Subscription).....	18
11. La Distribution Privée.....	19
L'Appel au Public.....	19
De l'«Appel»	19
Du «Public»	20
De l'Absence d'«Appel au Public»	20
Les grands principes de la distribution privée.....	21
12. Le Marché Privé des Actions (Private Equity Market)	22
13. Les Risques Intrinsèques au Marché Privé des Actions (Private Equity Market Risks)	23
Le Risque de Valorisation Erronée (Wrong Valuation Risk)	24
Le Risque de Liquidité (Liquidity Risk)	24
Le Risque de Finalité (Sad Ending Risk)	24
14. La Sortie de l'Investissement (Exit).....	25
Législation Suisse.....	27
Jurisprudence.....	28
Doctrine	28
Législation étrangère.....	29



Introduction

La distribution privée d'actions en Suisse est régie par un ensemble de règles mal connues, tant du public que des professionnels.

Ceci est d'autant plus étonnant que ces dispositions conditionnent le financement des petites et moyennes entreprises puisqu'elles régissent les opérations d'investissement en capital-risque, nécessaires tant à leur constitution qu'à leur développement.

La notion de "distribution privée" se définit comme la distribution d'actions sur le marché privé des capitaux, par opposition à la "distribution publique" qui concerne la bourse et les marchés boursiers.

Le but de cet exposé est d'explorer le cadre juridique de la distribution privée d'actions en Suisse en restreignant notre réflexion à la plus typique des sociétés de capitaux,¹ la société anonyme, non cotée en bourse,² dont les apports sont effectués en espèces.³ Pour simplifier notre exemple, nous partirons de l'hypothèse où l'entrepreneur est administrateur unique de la société en question, de manière à ce que son rôle d'entrepreneur passe au second plan et que nous puissions nous concentrer sur le cadre juridique.

Nous ne nous attarderons pas sur la procédure interne de constitution ou d'augmentation du capital social, qui comprend le rôle des différents organes, le processus de décision, l'amendement des statuts etc. Nous voulons concentrer nos efforts sur les processus externes de sollicitation des investisseurs potentiels et de souscription des actions au moment de leur émission sur le marché privé.

Le processus débute au moment où un entrepreneur souhaite constituer ou développer sa société. Pour ce faire, il a besoin de capitaux. Généralement, il n'est pas riche et ni lui ni sa société ne sont des débiteurs solvables pour une banque, si tant est que sa société existe déjà.

Il dispose alors du moyen classique de la souscription⁴ d'actions,⁵ qui consiste à vendre à des tiers des actions de sa société *en formation*⁶, ou nouvellement émises⁷ dans le cadre de la constitution⁸ ou

¹ art. 2 let. c LFus

² afin d'éviter d'aborder le thème du placement privé et du « PIPE » (private investment in public equity).

³ afin d'éviter d'aborder les apports en nature.

⁴ art. 652 CO



encore de l'augmentation du capital⁹ de la société. Pour ce faire, il ne peut pas utiliser un business plan (1).

Dans les deux hypothèses, il est amené à transformer sa société en émetteur (2) de titres en préparant un prospectus (3) contenant toutes les informations nécessaires sur l'émission et sur l'usage de son produit, c'est-à-dire des fonds qui vont résulter de la vente des actions.

Puis, il doit contacter des investisseurs potentiels et leur demander si ils seraient intéressés à investir dans sa société (4) en prenant garde de ne pas être soumis aux règles sur l'*appel au public* (5). En cas d'intérêt d'un investisseur potentiel à engager une négociation, l'entrepreneur ou un distributeur (6) doit remettre le prospectus à l'investisseur potentiel et lui laisser le temps nécessaire pour en prendre connaissance (7).

L'investisseur potentiel lit le prospectus et l'examine en détail. Il soumet l'émetteur et les informations contenues dans le prospectus à diligence, c'est-à-dire à un examen si approfondi qu'il constitue une véritable enquête avec recherche de preuves et de témoins (8).

Si suite à la prise de connaissance du contenu du prospectus, l'investisseur potentiel désire toujours investir, une alternative peut se produire:

- Soit le prospectus ne fixe pas le prix d'émission et donc une négociation visant à fixer la valorisation de la société s'engage entre l'entrepreneur et l'investisseur potentiel¹⁰ (9).
- Soit le prospectus fixe le prix d'émission et l'investisseur potentiel signe le bulletin ou le contrat de souscription¹¹ (10).

Le bulletin de souscription¹² prévoit ordinairement la consignation du paiement de la souscription sur le *compte de consignation*, bien qu'il soit de plus en plus fréquent de voir des cas d'*apports continus* (*continuous closing*), où la société encaisse la souscription sous forme de prêt en compte courant,

⁵ art 622 & 620 al. 1 CO

⁶ dans le sens qui n'a pas encore acquis la personne morale par l'inscription conformément à l'art. 643 al.1 CO et est donc encore une société simple en raison du principe de subsidiarité entériné par la jurisprudence ATF 123 III 24 c. 2d.

⁷ art. 624 CO

⁸ art. 630 CO

⁹ art. 652 CO

¹⁰ Ce mode de faire « à l'ancienne » est de plus en plus rare et vivement déconseillé car il comporte le risque de violer le principe d'égalité existant entre les souscripteurs d'une même émission.

¹¹ art. 652 al. 1 CO

¹² art. 652 CO

jusqu'à l'achèvement de la vente de l'émission où le prêt est transformé en apport par compensation de créance.¹³

Lorsque les actions sont payées, la distribution (11) sur le marché privé des actions (12) prend fin pour l'émetteur et les distributeurs. En revanche, l'investisseur devenu actionnaire de l'émetteur commence à être confronté aux risques intrinsèques au marché privé des actions (13). Il sera exposé à ces risques, ainsi qu'à ceux inhérents à l'émetteur, jusqu'à sa sortie de l'investissement (14).

Examinons successivement les éléments composant le cadre juridique de la distribution des actions sur le marché privé, en ordre séquentiel des démarches à effectuer.

Développement

1. Le Mythe du Business Plan

Il sied ici de tuer un mythe qui a la vie dure, parce que certains venture capitalistes¹⁴ exigent de la société un business plan, avant de l'accepter comme cliente. L'entrepreneur ne lève pas de fonds sur son business plan. Si ce principe est parfois contredit par la pratique, il n'en reste pas moins que le business plan se prête mal comme base d'une levée de fonds. D'une part, il n'est pas composé de termes contractuels et d'autre part, il contient les espoirs, les préjugés et les idées préconçues de l'entrepreneur, qui s'avèrent souvent faux sur le terrain. Il en résulte qu'en cas de litige, ces espoirs et ces idées de l'entrepreneur seraient interprétés comme autant d'éléments fallacieux composant l'astuce,¹⁵ qui pourraient le faire condamner pour escroquerie.

Par ailleurs, les espoirs, les préjugés et les idées préconçues de l'entrepreneur contenus dans le business plan présentent également des risques importants pour l'investisseur, pour les mêmes raisons que celles déjà évoquées. Ces précisions ayant été données, passons maintenant aux actes nécessaires de l'entrepreneur ou de l'émetteur.

¹³ art. 634a al. 2 CO et 653e al. 2 CO

¹⁴ Personne physique ou morale fournissant du capital à haut risque car la société est au début de son activité et a un avenir incertain.

¹⁵ Au sens de la condition légale de l'article 146 CP.

2. L'Émetteur (Issuer)

La première démarche de l'entrepreneur en tant qu'administrateur de la société va être de la transformer en émetteur. Dans la plupart des pays du monde, en enregistrant le prospectus ou memorandum d'émission privée ou en demandant une exemption d'enregistrement auprès des autorités compétentes, la société acquiert le statut d'émetteur de titres, en l'occurrence d'actions. En Suisse, pour distribuer une émission sur le marché privé, il n'y a pas besoin de demander d'autorisation à l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers ("FINMA") ni d'y enregistrer son prospectus. Cependant, par le simple fait de solliciter un investisseur potentiel ou de mettre en circulation un memorandum, la société acquiert le statut d'émetteur de titres par acte concluant.¹⁶

Dès lors, la société est désignée par le titre d'émetteur, en référence à son statut. Depuis ce moment, l'émetteur et ses dirigeants tombent sous le coup des dispositions sur l'*appel au public* si ils ne respectent pas strictement les dispositions leur permettant d'y échapper.

Il faut cependant relever que le statut d'émetteur est son seul statut juridique. Lorsque la société vend ses actions sur le marché privé, elle n'acquiert pas le statut de vendeur.¹⁷ Ce rapport est exclusivement régi par le droit des sociétés et la responsabilité qui en découle est une responsabilité objective pour le prospectus d'émission¹⁸ ou dans les actes de fondation.¹⁹ Abordons maintenant la description du prospectus nécessaire à la distribution privée d'actions.

3. Le Prospectus ou Memorandum d'Émission Privée (Private Offering Memorandum)

L'entrepreneur va rédiger un prospectus d'émission privée lequel reprendra peut-être les grandes lignes du business plan, mais les énoncera en termes plus factuels, cartésiens et juridiques.

Le prospectus change presque toujours de désignation dans le cadre de la distribution privée tant et si bien que l'on peut considérer que le terme prospectus est réservé aux émissions publiques. C'est d'ailleurs ce que prévoit la loi à l'art. 652a al. 1, 1^{ère} phrase CO et donc le terme prospectus ne devrait s'appliquer qu'aux distributions publiques. Toutefois dans d'autres dispositions, le législateur utilise

¹⁶ au sens de l'art. 1 CO

¹⁷ au sens de l'art. 184 CO

¹⁸ art. 752 CO

¹⁹ art. 753 CO

le terme prospectus pour des distributions privées. L'usage veut que lorsqu'il s'agit d'une émission privée d'actions émanant d'un émetteur privé, le prospectus soit désigné comme «mémoire d'émission privée» (private offering memorandum).

Le mémoire établit la relation juridique entre l'émetteur et l'investisseur. Cette relation juridique lie également l'investisseur. Ainsi, lorsque le mémoire précise être réservé aux investisseurs "qualifiés", lorsque l'investisseur souscrit, il déclare par actes conclusifs au sens de l'art. 1 CO, être un investisseur "qualifié".

Le mémoire se compose de différents éléments énumérés et sommairement décrits ci-dessous:

1. La page de couverture, laquelle indique notamment le nom de l'émetteur et les coordonnées de son siège, la date et le montant de l'émission, ainsi que le nombre et la nature des titres offerts, dans notre cas le nombre d'actions offertes. Lorsque des intermédiaires distribuent les actions, leurs raisons sociales et coordonnées y figurent également.
2. L'avertissement (*disclaimer*) est un texte de plusieurs pages mettant en garde l'investisseur potentiel contre les risques généraux ayant trait au genre d'investissement considéré. Il s'agit d'une décharge de responsabilité générale de l'émetteur envers l'investisseur potentiel, qui ne remplit pas les conditions pour être investisseur "qualifié"²⁰.
3. Les restrictions, chapitre qui contient des avertissements spécifiques aux investisseurs potentiels résidents d'une région pour leur communiquer des restrictions, des lois ou des dispositions spéciales s'appliquant à eux.
4. Le résumé (*executive summary*) est un texte de trois à cinq pages reprenant les caractéristiques essentielles de l'émission qui sera décrite en détail dans le reste du mémoire.
5. Les généralités sont une page contenant les coordonnées de l'émetteur, des distributeurs des actions et des personnes habilitées à répondre aux questions des investisseurs potentiels et à les assister pour mener à bien leur diligence. En outre, une liste de sites internet, d'associations professionnelles et des principales sources d'information sur les marchés

²⁰ au sens de l'art. 10 al. 3 LPCC

concernés par l'activité de l'émetteur, y figure afin que l'investisseur potentiel puisse prendre connaissance des idées générales et des tendances des marchés concernés.

6. L'activité est le cœur et le plus long chapitre du memorandum. Il touche tous les aspects de l'activité de l'émetteur, de sa nature à son histoire, en passant par ses produits et ses services, ses avantages compétitifs ou son aspect unique. Il décrit les marchés dans lesquels l'émetteur opère, la concurrence à laquelle il doit ou devra faire face, les stratégies de production et de distribution qu'il compte employer pour y parvenir. On y trouvera également une liste des alliances, des fournisseurs, des sous-contractants ou des partenaires clés de l'émetteur ainsi qu'une énumération des équipements dont il dispose. Il n'est pas rare d'y trouver également une description de l'avenir de l'émetteur, tel que perçu par ses dirigeants, même si de plus en plus souvent ce thème fait l'objet d'un chapitre séparé, ce qui est recommandé au vu des risques relatifs aux déclarations anticipatoires.
7. La structure de la société est un chapitre comprenant une description générale de la structure juridique, de l'organisation interne et externe, ainsi que du fonctionnement de l'émetteur.
8. La gouvernance (*management, corporate governance*) est un chapitre où figurent ordinairement la composition de la direction, du conseil d'administration et des actionnaires significatifs, c'est-à-dire dont la participation est égale ou supérieure à 5% du capital social, ainsi que les responsables de l'organe de contrôle et le conseiller légal. Dans la plupart des cas, la biographie des membres de la direction et du conseil d'administration y figure également.
9. La structure de l'actionariat est un chapitre d'habitude une ou deux pages énumérant les actionnaires existants et leur pourcentage de participation au capital-social. Parfois, la liste communiquée est restreinte aux actionnaires dits significatifs. En pareil cas, ce chapitre disparaît pour se fondre dans celui de la gouvernance.
10. La description du financement est un chapitre comprenant deux éléments essentiels : le budget de la société et l'utilisation du produit de la vente des actions. L'utilisation du produit peut être l'objet d'après négociations entre l'émetteur et les distributeurs des actions, notamment quant au fait que l'entrepreneur lui-même n'en tire pas d'avantages et surtout ne se rembourse pas des investissements effectués dans la société.

11. Les facteurs de risques sont rassemblés dans un chapitre. Celui-ci est si important pour les investisseurs et les intermédiaires financiers qu'une bonne partie de la crédibilité de l'émetteur s'y trouve, en termes de compétences d'anticipation. Il ne faut omettre aucun facteur de risque. C'est un mauvais réflexe (de débutant) que de raccourcir cette énumération en croyant faussement qu'en indiquant moins de risques, on rassurera l'investisseur. Plus il y aura de risques pertinents énumérés dans leur ordre d'importance, du plus au moins dangereux, meilleure sera la protection de l'émetteur sur le plan légal et plus haute sera la crédibilité de l'entrepreneur.
12. La sortie de l'investissement recense les voies par lesquelles l'investisseur pourra vendre ses actions afin de retrouver son capital et le cas échéant de réaliser son profit. Les voies usuelles sont:
- a. la revente de ses actions sur le marché boursier²¹ dans l'hypothèse de l'introduction en bourse de l'émetteur
 - b. La vente de l'émetteur à un acheteur.
 - c. La vente des actions de l'investisseur à un autre investisseur.
 - d. Le rachat des actions de l'investisseur par l'émetteur.
13. Les états financiers regroupent en un chapitre les bilans et les comptes de pertes et profits²² ainsi que du rapport de gestion²³ et des notes au bilan des 3 derniers exercices comptables si la société a au moins trois ans.
14. Les documents annexes incluent les rapports d'audit, de la lettre de confort et de l'opinion légale.
15. Les projections financières comprennent les prévisions de croissance de la société où l'investisseur recherchera essentiellement les assomptions sur lesquelles elles reposent.
16. Les coupures de presse renferment les toutes les coupures de presse pertinentes ayant trait non seulement à l'émetteur, mais au marché.

²¹ Traduction française du price/earnings ratio

²² art. 662a CO

²³ art. 662 CO et 663d CO

17. Les éléments ou présentations complémentaires forment un chapitre dans lequel on trouve souvent une simple fourre plastique contenant un dvd. En lisant ce support on peut voir la vidéo de présentation de la société, quelques déclarations de ses dirigeants, des présentations de produits ou de services.
18. Les indications générales de pérennité de l'information et de mise à jour du memorandum. Un memorandum est utilisé pendant une période n'excédant usuellement pas six mois. Dans ces conditions normales, les problèmes de mise à jour ne se posent pas. Si en revanche, la levée de fonds se prolonge au-delà de 9 mois, une série de problèmes de mise à jour se posent. Tout d'abord une mise à jour du memorandum doit être effectuée. Tout nouveau prospect doit recevoir cette nouvelle version, mais peut demander à voir l'ancienne. Par ailleurs, tous les prospects et investisseurs ayant reçu l'ancienne version doivent également recevoir la nouvelle, au nom du principe d'égalité dans la divulgation. Aux États-Unis, plusieurs prospects n'ayant pas investi ont déposé plainte contre l'émetteur et gagné le procès en arguant que si ils avaient été traités également et avaient eu connaissance des informations divulguées dans la nouvelle version du mémorandum, ils auraient investi. N'ayant pas investi suite à une inégalité de traitement dans la divulgation, ils ont subi un dommage sous forme de gain manqué et demandé réparation!²⁴
19. Les termes de la souscription représentent les conditions générales²⁵ de la souscription et incluent le bulletin ou contrat de souscription. Comme toutes les conditions générales, « leur incorporation dans le contrat est soumise aux règles générales du droit des obligations. On écartera ainsi les clauses dont le contractant ne pouvait pas être informé du contenu; celles, inhabituelles, dont l'emplacement dans le texte empêchait de prêter attention, et les clauses de prorogation de for si l'on n'est pas assuré que le contractant [in casu, l'investisseur] en a effectivement pris connaissance. (...) L'interprétation des conditions générales se fait selon les règles habituelles en la matière : on retient ainsi qu'en cas de doute sur la portée de terme, l'interprétation doit avoir lieu en défaveur du rédacteur (in dubio contra stipulatorem) [in casu, l'émetteur]. »²⁶

²⁴ Burg & Kruger v. Hyperion

²⁵ au sens de « dérogations contractuelles »

²⁶ CR CO I – CHAIX, FRANÇOIS; Intro. art. 363-379 N. 8, p. 1855

Comme les termes du memorandum ont valeur contractuelle, des renseignements faux ou trompeurs dans le memorandum sont sanctionnés à la fois sur le plan civil et sur le plan pénal en engageant la responsabilité civile²⁷ ou pénale²⁸ de ses auteurs. Comme le memorandum contient également des projections et des annonces anticipatoires (*forward-looking statements*), il existe cependant un principe d'exception en droit international (*safe harbor*) concernant ces déclarations pour autant qu'elles soient raisonnables et que l'émetteur puisse établir qu'elles représentaient des éventualités plausibles et raisonnables à la date de publication du memorandum. En droit suisse, l'erreur exclut d'emblée « des faits de nature spéculative ou des faits risqués qui sont l'objet d'espoir, de chance ou de malchance, mais non pas d'erreur essentielle. »²⁹

En définitive, le but du memorandum est de transformer l'offre d'actions de l'émetteur en produit financier par la divulgation. Traitons maintenant de la sollicitation de l'investisseur potentiel.

4. La Sollicitation

La sollicitation désigne toute activité à dessein de susciter ou de générer un intérêt d'acquisition. Ce terme définit le processus par lequel l'émetteur et les distributeurs prennent contact avec l'investisseur potentiel et lui proposent d'acquérir les actions.

L'Investisseur (Investor)

L'investisseur (en allemand, Anleger) est « une personne (physique ou morale) qui prend une position sur un marché primaire (puis secondaire). Il s'agit en fait d'un « consommateur » de produits financiers, mais ce substantif a une connotation juridique qui est très peu présente en droit Suisse des marchés financiers. Un investisseur n'est pas un épargnant (en allemand, Einleger), qui lui n'entend pas assumer le risque du marché mais uniquement celui de la contrepartie (banque) auprès de laquelle il met ses fonds en dépôt.»³⁰

L'Investisseur Qualifié (Accredited Investor)

C'est parce qu'elle comporte des risques accrus que la distribution privée d'actions est réservée aux investisseurs professionnels ou assez fortunés pour pouvoir s'offrir les services de professionnels.

²⁷ L'art.752 CO énonce les conséquences civiles en cas de faux renseignements dans le prospectus

²⁸ L'art.152 CP réprime ceux qui donnent de faux renseignements sur une société commerciale

²⁹ ATF 109 II 105, 111 = JT 1984 I 134; ATF 107 II 343, 347 = JT 1982 I 134; Kolly, 16, 17; peu clair, Goltz, 72; BK-Schmidlin, N 51 ss.

³⁰ ZUFFEREY, JEAN-BAPTISTE; CR CO II – Intro. art. 1156-1186 N. 35, p. 2609



La loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (LPCC)³¹ ne s'applique généralement pas à la distribution privée d'actions et à notre avis, il ne serait pas souhaitable qu'elle le fût en raison des lourdeurs administratives qu'elle imposerait à la petite entreprise. Nous citerons quelques définitions que la LPCC établit en vertu de son rang normatif et qui servent à fixer le cadre légal de la distribution privée d'actions en Suisse.

Ainsi, la norme américaine sur l'«investisseur accrédité»³², très largement reprise internationalement, est matérialisée en Suisse par l'article 10 al. 3 de la LPCC qui définit les «investisseurs qualifiés» comme suit:

- « a. les intermédiaires financiers soumis à une surveillance, tels que les banques, les négociants en valeurs mobilières et les directions de fonds (directions);
- b. les assurances soumises à une surveillance;
- c. les corporations de droit public et les institutions de la prévoyance professionnelle dont la trésorerie est gérée à titre professionnel;
- d. les entreprises dont la trésorerie est gérée à titre professionnel;
- e. les particuliers fortunés;
- f. les investisseurs qui ont conclu un contrat écrit de gestion de fortune avec un intermédiaire financier au sens de la let. a. »³³

Du «particulier fortuné»

« Est considéré comme un particulier fortuné celui qui confirme par écrit disposer, directement ou indirectement, de placements financiers d'une valeur totale d'au moins 2 millions de francs nets. Sont considérés notamment comme des placements financiers les avoirs en banque (à vue et à terme), les dépôts fiduciaires, les valeurs mobilières (y compris les placements collectifs et les produits structurés), les dérivés, les métaux précieux et les assurances-vie ayant une valeur de rachat. Ne sont notamment pas considérés comme des placements financiers, les placements directs dans l'immobilier et les prétentions en matière d'assurances sociales (y compris les avoirs des 2e et 3e piliers). La confirmation de l'existence des placements financiers doit être donnée au plus tard au moment où le placement collectif est proposé ou distribué. L'existence des placements financiers exigés doit être vérifiée par celui qui propose ou distribue lorsqu'il y a un doute quant à la réalisation des conditions nécessaires pour être considéré comme un particulier fortuné. Il peut être renoncé à une confirmation par écrit lorsque les placements financiers exigés sont déposés auprès de la banque ou du négociant en valeurs mobilières qui propose ou distribue. Les véhicules de détention patrimoniale constitués pour des particuliers peuvent être traités comme des particuliers fortunés s'ils détiennent des placements financiers d'un montant de 2 millions de francs nets. »³⁴

« Selon l'art. 6 al. 2 LPCC en lien avec l'art. 10 al. 4 LPCC, on entend également par investisseurs qualifiés : »³⁵

« les gestionnaires indépendants et les investisseurs avec lesquels ils ont conclu un contrat écrit de gestion de fortune :

- a. si le gestionnaire est soumis à la loi du 10 octobre 1997 sur le blanchiment d'argent (LBA) en qualité d'intermédiaire financier (art. 2 al. 3 let. e LBA),

³¹ RS 951.31

³² Securities Act of 1933, regulation D, rule 501

³³ art. 10 al. 3 LPCC

³⁴ Circulaire FINMA 08/8 Appel au public – placements collectifs, Cm.13 à 19

³⁵ Ibidem, Cm. 12

- b. si le gestionnaire est soumis aux règles de conduite édictées par une organisation professionnelle qui sont reconnues comme exigences minimales par la FINMA, et
- c. si le contrat de gestion de fortune est conforme aux directives reconnues d'une organisation professionnelle. »³⁶

On relèvera que contrairement aux autres pays et à l'ancienne norme³⁷, l'investisseur institutionnel n'est pas traité séparément et n'est qu'une catégorie des investisseurs qualifiés. En Suisse, il est très important de s'adresser à des investisseurs qualifiés, car c'est la condition essentielle qui établit la frontière entre la distribution privée et la distribution publique.

6. Les Distributeurs (Distributors)

Il est rarissime que l'entrepreneur puisse réunir tout seul les fonds nécessaires à son financement. Usuellement, il fait appel à un ou plusieurs des principaux intermédiaires financiers suivants:

Le Venture Capitaliste ou Capital Risqueur (Venture Capitalist)

Le Venture Capitaliste, appelé aussi "Capital Risqueur", désigne généralement une personne physique spécialiste en organisation d'investissement dans les sociétés privées qui ont besoin de financement.

En Suisse, c'est généralement un simple intermédiaire financier qui est assujéti à l'organisme d'autorégulation pour être en conformité avec la loi fédérale sur le blanchiment d'argent.

Quelquefois, le Venture Capitaliste est utilisé pour désigner une personne morale, mais en général, on dira plutôt une firme ou un fonds de capital-risque. Si l'on utilise le mot firme, il s'agit d'un gestionnaire de fonds de placement et si l'on utilise le terme fonds de capital-risque, il s'agit d'un fonds de placement. Dans les deux cas, il est soumis à la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux.

Le Négociant (Investment Bank)

Ce terme est un anglicisme de la désignation "Investment Bank", parfois improprement traduit comme "Banque d'Investissement" qui même en anglais est particulièrement mal choisie, étant donné que ce n'est pas une banque. Le représentant du négociant en titres agissant comme

³⁶ Circulaire FINMA 08/8 Appel au public – placements collectifs, Cm. 12

³⁷ Circulaire CFB 03/1 «Appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux», du 28.05.2003, telle que modifiée le 29.08.07, Cm. 9 et 10



souscripteur ou intermédiaire entre un émetteur de titres et le marché des capitaux est également appelé improprement “Investment Banker” ou “Banquier d’Investissement”.

Le droit suisse définit le négociant en valeurs mobilières (négociant) comme « toute personne physique ou morale ou société de personnes qui, pour son compte, en vue d’une revente à court terme, ou pour le compte de tiers, achète et vend à titre professionnel des valeurs mobilières sur le marché secondaire, qui les offre au public sur le marché primaire, ou qui crée elle-même et offre au public des dérivés. »³⁸ Il existe plusieurs types de négociants en droit suisse mais on ne retiendra que la “maison d’émission”³⁹ qui désigne « les négociants qui, à titre professionnel, prennent ferme ou à la commission des valeurs mobilières émises par des tiers et les offrent au public sur le marché primaire. »⁴⁰

Le Courtier (Broker)

Sur le marché privé des capitaux, le courtier désigne une personne physique ou morale qui agit comme intermédiaire entre un acheteur de titres (prospect) et l’émetteur ou un vendeur de titres (investisseur). Le courtier agit en son nom mais pour le compte d’autrui, selon le contrat de courtage.⁴¹ Il a donc des obligations fiduciaires envers son mandant qui est usuellement un négociant.

Les principaux intermédiaires financiers ayant été présentés, examinons maintenant la divulgation.

7. La Divulgation (Disclosure)

La divulgation est l’acte de communiquer toute information qui contribue à assurer la transparence de la situation de l’émetteur envers l’investisseur potentiel. Ce faisant l’émetteur adopte une conduite conforme aux règles de la bonne foi.⁴² L’aboutissement de la divulgation est d’obtenir l’intégrité du “consentement éclairé” de l’investisseur, en ôtant toute possibilité d’erreur⁴³ ou de vice du consentement.⁴⁴

³⁸ art. 2 let. d LBVM

³⁹ NOBEL, PETER; Schweizerisches Finanzmarktrecht p. 622 N. 37

⁴⁰ art. 3 al. 2 OBVM

⁴¹ art. 412 CO

⁴² Art.3 al. 1 CC

⁴³ au sens des art. 23ss CO

⁴⁴ au sens de l’art. 31 CO

⋮

Le Principe de Transparence (Full Disclosure)

L'objectif de la divulgation est de mettre en œuvre le principe de la transparence selon lequel l'émetteur et les intermédiaires distribuant les titres doivent fournir à l'investisseur potentiel toute information utile lui permettant de prendre une décision d'investissement éclairée.

Pour atteindre la transparence légale requise, la pratique internationale veut que le document de divulgation contienne toute information qui, par sa nature pourrait contribuer utilement à la formation de l'opinion éclairée d'un investisseur professionnel prudent ou avoir un impact direct ou indirect sur sa décision.

De plus, le principe de transparence et les règles en matière de divulgation exigent que les actes de divulgation atteignent leur but de renseignement. Ainsi, remettre un memorandum en anglais alors que l'investisseur potentiel ne parle pas cette langue sans s'être assuré qu'il va le faire lire à une personne compétente pour lui rendre une opinion éclairée n'est pas considéré comme avoir rempli ses obligations en matière de divulgation.

Les Documents Annexes

Cette appellation banale recèle plusieurs éléments cruciaux de la divulgation et du memorandum qui établissent la crédibilité de l'émetteur :

Le Bilan et les États Financiers

Une divulgation adéquate inclut toujours le bilan⁴⁵ et les états financiers ainsi que les notes au bilan et les rapports d'audit.⁴⁶ Usuellement, on inclut au mois les trois derniers exercices. Si l'émetteur a des filiales qui ont des bilans et des états financiers séparés, on les inclura chaque fois que la filiale est détenue majoritairement par l'émetteur ou que ses résultats influencent de plus de dix pourcent le résultat de l'émetteur.

Lorsqu'il s'agit d'une constitution de société, le bilan présenté est le bilan pro forma partant de la présomption selon laquelle la souscription du capital social envisagé est complète.

La Lettre de Confort (Comfort Letter)

Ce document émane de l'organe de contrôle de l'émetteur, lequel atteste, sans pour autant en accepter la responsabilité, avoir pris connaissance du memorandum et y avoir trouvé une description de la

⁴⁵ art. 663a al.1 CO

⁴⁶ art. 728b CO



situation comptable et budgétaire de l'émetteur conforme à celle qu'il connaît. Par ailleurs, l'organe de contrôle y atteste que les actions proposées dans le mémorandum sont valablement émises, c'est-à-dire que toutes les formalités de la constitution de la société ou de l'augmentation de son capital-social ont été remplies pour pouvoir accepter valablement la souscription proposée.

L'Opinion Légale (Legal Opinion)

Cette lettre émane du conseil légal, juriste ou avocat de l'émetteur lequel atteste, sans pour autant en accepter la responsabilité, avoir pris connaissance du mémorandum et y avoir trouvé une description de la situation juridique de l'émetteur conforme à celle qu'il connaît.

Ayant examiné les grands traits de la divulgation, passons maintenant à sa vérification, la diligence.

8. La Diligence (Due Diligence)

Bien qu'il existe en français, ce mot est un anglicisme car il est utilisé dans sa signification anglophone de jargon d'affaires. Le terme anglophone *due diligence* désigne tout un ensemble de procédures de vérification de la véracité d'une affirmation, d'une information ou d'un fait en collectant les preuves les plus pertinentes à cet égard. La diligence peut se composer d'une simple liste de questions ou impliquer une investigation très voisine de l'enquête menée par un policier ou un homme de loi.

Le plan de diligence est la première tâche à laquelle l'auteur de la diligence doit s'atteler. Le plan de diligence consiste en une liste de questions et une procédure de décision pro forma. Pro forma, parce que selon les résultats de diligence obtenus, on peut y ajouter des questions ou des critères de décision.

A chaque élément soumis à Diligence sont associés au moins une question et un résultat. Chaque élément soumis à diligence est répertorié dans un dossier de diligence dans lequel on assemble non seulement les questions soumises à diligence et les résultats de la diligence mais aussi les procédures par lesquelles on a obtenu ces résultats.

Le résultat consiste en un document appelé dossier de diligence (*due diligence file*) qui prouve l'exactitude, l'inexactitude ou la falsification de l'affirmation, de l'information ou du fait soumis à diligence. Il faut s'attendre à des résultats imparfaits mais chaque élément négatif doit être vérifié quant à ses conséquences.

La diligence est le fait de tous les acteurs évoqués à tous les stades du processus de distribution privée. Lors de la rédaction du memorandum, l'entrepreneur va soumettre les faits et les chiffres qu'il invoque ainsi que ses propres affirmations à diligence afin de vérifier que le memorandum soit fiable. Lors de son examen du memorandum, l'intermédiaire financier quel qu'il soit va soumettre l'émetteur et même le passé de l'entrepreneur⁴⁷ à diligence.

Il convient maintenant d'aborder l'un des points essentiels de la discussion entre les distributeurs et l'émetteur qui a lieu à la fin de la diligence: le prix auquel la société va vendre ses actions au marché privé des capitaux. On l'appelle la valorisation.

9. La Valorisation (Valuation)

Avant même d'aborder la notion de valorisation, il est bon de prendre conscience de l'aspect contextuel de la valeur, à l'échelle humaine déjà. Ex: combien vaut un litre d'eau dans le désert lorsqu'on meurt de soif ?

Dans un environnement où la science, l'industrie et le monde financier se rencontrent, l'information vient encore accentuer ce phénomène. Ex: combien valent quelques gouttes d'eau et quelques grammes de sel ? Probablement rien sans une information. Et maintenant, sachant que cette combinaison est le vaccin contre le sida ?

Par ailleurs il faut noter qu'il existe différentes notions de la valeur d'une chose, selon la théorie sous-jacente qui amène au chiffre: valeur intrinsèque, valeur comptable, valeur commerciale, valeur du marché, valeur de liquidation etc...

Gardant à l'esprit les aspects contextuel et relatif de la valeur d'une chose, abordons maintenant la notion de valorisation.

La valorisation de l'émetteur représente le prix auquel la totalité des actions de l'émetteur serait vendue si l'on vendait tout le capital-social.⁴⁸

La valorisation de l'émetteur est de loin l'analyse la plus complexe et l'acte le plus difficile à effectuer correctement. Une valorisation trop élevée enrichit l'entrepreneur et les actionnaires

⁴⁷ Cette procédure de diligence spécifique est appelée background check. On y vérifie la formation de l'entrepreneur, ses diplômes, son honorabilité, sa propension à payer ses factures, son absence de vices dispendieux (jeu, drogue etc.)

⁴⁸ Ex: sachant qu'on vend 10% du capital-social de l'émetteur pour 1 million, la valorisation de l'émetteur est de 10 millions.



existants, alors qu'il appauvrit l'investisseur entrant. Une valorisation trop basse lèse l'entrepreneur et les actionnaires existants, notamment en négligeant la plus-value du travail accompli et le prix des risques encourus.

Telles sont les raisons pour lesquelles il faut s'en remettre à des professionnels mais là encore, des problèmes de déformation professionnelle se posent. Un comptable aura tendance à ne s'appuyer que sur les valeurs intrinsèque et comptable d'un actif. Ainsi en reprenant notre second exemple pour illustrer notre propos, il aura donc tendance à considérer comme nulle la valeur du vaccin contre le sida. Cette problématique illustrée grossièrement ici est tout-à-fait commune dans le monde boursier traitant des sociétés actives dans le domaine de la biotechnologie.

En conclusion, la valorisation est un problème qui ne peut se résoudre que par recherche d'un compromis et d'un consensus proposé par le mémorandum. L'investisseur potentiel qui ne se rallie pas à ce consensus n'investit pas; pour lui le processus s'arrête là.

L'investisseur qui l'accepte souscrit. Examinons maintenant cet acte juridique.

10. La Souscription (Subscription)

La souscription est un terme polysémique. D'une part, il désigne l'acte juridique par lequel l'investisseur s'engage à acquérir des titres de l'émetteur. D'autre part, il définit le contrat fixant cet engagement.⁴⁹

Lors de la souscription tout doit être fait pour que le prospect soit en bonnes conditions de jugement et de décision.

Lorsque l'investisseur remplit un *bulletin de souscription*, il accomplit un acte juridique unilatéral très similaire à une offre, même si il s'agit d'une autre institution juridique et que les dispositions qui la régissent sont autres. Dans ce cas, le processus se poursuit par une procédure d'allocation des actions selon une formule préétablie qui peut revêtir différentes formes (allocation chronologique, proportionnelle etc.)

Dans le cas où le prospect accepte d'investir, l'émetteur doit lui laisser tout le matériel de divulgation. Dans le cas où le prospect refuse d'investir, l'émetteur a le droit d'exiger la restitution de tout le matériel de divulgation.

⁴⁹ art. 652 CO

Si le prospect estime qu'il y a eu fraude ou tentative de fraude et qu'il tient à en garder la preuve, il doit immédiatement le notifier soit aux autorités compétentes, soit dans les cas moins graves, à l'organe de contrôle et au conseiller légal de l'émetteur.

11. La Distribution Privée

En fait, la distribution privée désigne le regroupement des processus de sollicitation, de divulgation par le memorandum et de souscription des actions. En droit, la distribution privée désigne une distribution de titres sans *appel au public*.

L'Appel au Public

L'appel au public est défini par l'art. 3, 1^{ère} phrase LPCC comme « la publicité qui s'adresse au public ». Selon les articles 3, 3^{ème} phrase LPCC et 3 OPCC, « n'est pas considérée comme un appel au public, la publicité qui s'adresse exclusivement à des investisseurs qualifiés au sens de l'art. 10 al. 3 LPCC et qui utilise uniquement les moyens publicitaires usuels pour ce marché. »

L'*appel au public* fait donc référence à deux notions distinctes, celle de l'"*appel*" et celle de "*public*". Examinons-les ici une après l'autre:

De l'«Appel»

« L'utilisation de moyens de publicité de toute nature dont le contenu est employé pour souscrire à des placements collectifs déterminés et pour les distribuer est considérée comme un appel. »⁵⁰ « En principe, la nature et la forme du moyen de publicité sont indifférentes. »⁵¹

« Entrent en considération notamment : les médias imprimés et électroniques de toute nature, comme les journaux et les publications périodiques, les envois non sollicités («direct mail»), les prospectus, les «fact sheets», les listes de recommandation et les documents d'information adressés aux clients d'une banque ou d'un intermédiaire financier, les propositions faites à une banque ou à un intermédiaire financier de transmettre ces documents à leur clientèle, les informations sur les possibilités de souscription à des placements collectifs (par ex. indication du numéro de valeur, lieu de souscription), les conférences de presse, le «téléphonemarketing», les appels téléphoniques non sollicités («cold calling»), les présentations («roadshows »), les salons de l'investissement, les reportages sponsorisés sur les placements collectifs, les visites à domicile d'intermédiaires financiers de toute sorte, les sites Internet et les autres formes d'e-commerce, les bulletins de souscription et les possibilités de souscription via Internet, les e-mails.»⁵²

⁵⁰ Circulaire FINMA 08/8 Appel au public – placements collectifs, Cm. 6

⁵¹ Ibidem

⁵² Circulaire FINMA 08/8 Appel au public – placements collectifs, Cm. 7



Du «Public»

« En ce qui concerne la notion de “public”, elle est donnée par la négative. En effet, lorsqu'un moyen de publicité est utilisé, l'appel est présumé être public, sauf s'il s'adresse à des investisseurs qualifiés. »⁵³

« Seuls les banques, négociants en valeurs mobilières, directions de fonds de placement, SICAV, sociétés en commandite de placements collectifs, SICAF, gestionnaires de placements collectifs, représentants de placements collectifs étrangers, et distributeurs de placements collectifs autorisés ont droit à faire *appel au public* dans le cadre d'une distribution publique dûment approuvée par la FINMA. »⁵⁴

De l'Absence d'«Appel au Public»

Pour ne pas enfreindre la loi, il faut donc non seulement que le mémorandum spécifie expressément qu'il s'adresse exclusivement à des investisseurs qualifiés, mais il faut encore que le processus de distribution utilisé permette à l'émetteur de s'assurer que le mémorandum ne sera pas remis à des investisseurs privés ordinaires.

Dans la Circulaire sur l'*appel au public* la FINMA nous le confirme expressément :

« Il n'y a pas d'appel au public, lorsque la publicité s'adresse exclusivement à des investisseurs qualifiés et que seuls des moyens de publicité usuels pour le marché des investisseurs qualifiés sont utilisés (par ex. la prise de contact personnelle, les «road shows»). »⁵⁵

Contrairement à une idée largement répandue, la différence entre la distribution privée et la distribution publique ne tient pas au fait que la distribution publique ait lieu sur un marché boursier ou dans le cadre d'une bourse. D'ailleurs, nombre de distributions publiques ont eu lieu hors bourse, sur les marchés hors-cote, voire hors marché boursier.⁵⁶

Le critère décisif séparant la distribution publique de la distribution privée est que les conditions d'*appel au public* soient ou non remplies. Or, la différence peut être très lourde en conséquences car l'art. 148 al. 1 let. d LPCC prévoit une peine privative de liberté de trois ans au plus ou une peine

⁵³ BOVET & MEREGALLI DO DUC; *FINMA, Placements Collectifs...* in Journée 2007 de droit bancaire et financier

⁵⁴ art. 4 al.2 LFINMA

⁵⁵ Circulaire FINMA 08/8 Appel au public – placements collectifs, Cm. 10

⁵⁶ Pensons à Spring Street Brewing Co., première offre publique initiale (ipo) d'une société sur internet en 1993.

Andy Klein, fondateur de Wit Capital organisa une souscription directe au moyen d'un site web.

.....

pécuniaire pour quiconque « fait appel au public pour des placements collectifs suisses ou étrangers sans autorisation ou approbation. »⁵⁷

Les grands principes de la distribution privée

Les grands principes de la distribution privée d'actions sont les suivants:

1. La vente est effectuée de gré à gré.
2. La vente doit être effectuée en divulguant tout ce qui est pertinent à une saine décision d'investissement selon le principe de la transparence (full disclosure) déjà exposé.
3. La divulgation et la vente doivent être effectuées au moyen du memorandum, notamment afin de respecter l'égalité de traitement. Le principe de l'égalité de traitement doit être respecté à tout moment, soit dans la divulgation, entre les prospects, dans la souscription, dans l'attribution des titres entre les investisseurs.
4. L'interdiction de vendre une action pour d'autres raisons que ses propres mérites tels qu'exposés dans le memorandum.
5. L'interdiction de vendre une rentabilité, une performance, une analyse ou un résultat.
6. L'interdiction de garantir un prix ou un délai ou quoi que ce soit qui ne soit pas dans le memorandum, même un rachat ou un cautionnement par un tiers, y compris et surtout par le «vendeur», qu'il soit courtier, agent, représentant de l'émetteur ou autre.
7. L'interdiction de démarches spécifiques au prospect autres que celles visant à remplir l'obligation de renseignement de l'émetteur et le droit à la diligence de l'investisseur potentiel. Exemples autorisés: visiter les bureaux, vérifier un contrat. Exemples interdits: accéder à un secret d'affaires, obtenir des informations privilégiées sur des tractations en cours.
8. L'interdiction d'arracher un consentement ou de forcer une vente afin de préserver l'intégrité du consentement de l'investisseur, fondement de la validité du contrat de souscription et de l'investissement qui en résulte.

⁵⁷ art. 148 al. 1 let. d LPCC



Par ailleurs, il est important de souligner qu'il n'y a pas besoin d'autorisation pour le distributeur des actions. En effet, « l'obligation d'obtenir une autorisation en tant que distributeur au sens de l'art. 19 LPCC est également nécessaire pour la proposition ou la distribution indirecte de placements collectifs au public. »⁵⁸ A contrario, cette autorisation n'est pas nécessaire lorsqu'il n'y a pas d'appel au public, comme le confirme plus loin la FINMA: « Il n'y a pas d'obligation d'obtenir une autorisation au sens de l'art. 19 LPCC dans le cadre de la distribution [...] de placements collectifs destinés à des investisseurs qualifiés au sens des art. 10 al. 3 LPCC et 6 OPCC. »⁵⁹

« Une émission est publique lorsqu'elle s'adresse à un nombre indéterminé de personnes qui peuvent avoir connaissance de son existence et y souscrire; sinon, elle est dite privée.»⁶⁰
« L'art. 652a al. 2 CO précise qu'«est public tout appel de souscriptions qui ne s'adresse pas à un cercle limité de personnes.» Peu importe que les personnes qui peuvent avoir connaissance de l'émission n'y souscrivent pas en définitive. Il faut, dans ce dernier cas de figure, que le nombre de personnes puisse être déterminé et limité. Les critères pour définir si une émission est publique ou privée ne sont pas très précis, notamment aucun chiffre n'est fixé dans la législation permettant de considérer avec certitude qu'une émission reste privée. Dans le doute, il faut considérer que l'émission est publique.»⁶¹

La qualité d'investment grade n'est généralement pas reconnue aux actions qui font l'objet d'une distribution privée⁶² déjà à cause des risques spécifiques au marché privé.

12. Le Marché Privé des Actions (Private Equity Market)

Le marché privé des actions parfois appelé marché du *private equity* de sa dénomination anglaise, est « un soutien fondamental de l'entreprise non cotée tout au long de son existence. Il finance le démarrage (capital risque), le développement (capital développement), la transmission ou l'acquisition (capital transmission / LBO) de cette entreprise ». ⁶³ Beaucoup plus petit que les marchés boursiers, « même si en volume, son importance reste très relative par rapport aux autres

⁵⁸ Circulaire FINMA 08/8 Appel au public – placements collectifs, Cm. 22

⁵⁹ Circulaire FINMA 08/8 Appel au public – placements collectifs, Cm. 23

⁶⁰ ATF non publié du 21 février 2006, 4C.20/2005, c. 4.1

⁶¹ LOMBARDINI, CARLO; Droit bancaire suisse p. 642 N.40 à 42

⁶² à moins qu'il s'agisse d'un private investment in public equity hors du champ de cet exposé

⁶³ selon une définition de l'Association française des investisseurs en capital (AFIC) sur son site internet

sources de financement des entreprises (autofinancement, crédit bancaire, marchés financiers), les fonds de private equity jouent un rôle d'aiguillon dans l'économie.

Plus précisément, au niveau microéconomique, le capital-risque permet d'accélérer la croissance des PME, en leur permettant non seulement d'accéder à des capitaux (allégeant les contraintes de refinancement bancaire), mais aussi de bénéficier de l'expérience et du réseau professionnel des associés des fonds et par ricochet, d'aligner les intérêts des administrateurs sur ceux des actionnaires. Enfin, au niveau macroéconomique, le capital-investissement permet d'accroître la productivité globale de l'économie, en allouant les ressources financières nécessaires aux activités les plus productives et les plus innovantes.

Toutefois le capital-risque est parfois critiqué. Au niveau de l'entreprise, les critiques portent sur la prépondérance de la vision financière — centrée sur la réalisation d'une plus-value à court terme — qu'auraient les investisseurs en capital, au détriment d'un projet industriel à long terme.»⁶⁴

En faits, ce marché est une fiction puisqu'il n'existe que par les transactions qui se produisent. Il se caractérise par l'absence de lieu d'échange, de valeurs de références, de cours de titres mais est reconnu par la FINMA.⁶⁵

En droit, ce marché est dépourvu de réglementation expresse. Sa délimitation juridique n'existe que par les règles portant d'autres thèmes comme l'interdiction de l'*appel au public* ou les obligations de divulgation.

13. Les Risques Intrinsèques au Marché Privé des Actions (Private Equity Market Risks)

La distribution privée d'actions comporte de nombreux risques qui n'existent pas dans le cadre d'une distribution publique et plus spécifiquement celui d'un marché boursier. Cet état de fait a de multiples raisons d'être.

D'abord les informations concernant les titres cotés sur les marchés boursiers circulent plus facilement notamment parce qu'elles sont reprises par les médias. Par ailleurs, à des fins publicitaires, différents acteurs des marchés boursiers, banques, fonds de placements ou autres

⁶⁴ KATEB, A.; *Note thématique du service des Études sur les marchés et la stabilité financière de la Banque de France*

⁶⁵ art. 25 al. 4 let. m OPC-FINMA



demandent aux plus fins limiers de leurs hordes d'analystes financiers de suivre l'émetteur en disséquant et commentant chaque information, chaque nouvelle qu'il publie ou dont il fait l'objet.

Sur le marché privé des capitaux, rien de tel. D'ordinaire la seule source d'information sur la société est son propre site internet, avec dans le meilleur des cas, des commentaires de son organe de contrôle ou de son conseiller légal.

Le Risque de Valorisation Erronée (Wrong Valuation Risk)

Le manque d'information sur l'émetteur et l'absence de compte-rendu continu sur l'état du rapport offre/demande peuvent conduire à une valorisation erronée de l'émetteur. De plus, il n'est pas rare que l'émetteur fixe unilatéralement et arbitrairement la valorisation de l'émission. Par ailleurs, même lorsque ce n'est pas le cas et que l'émetteur négocie sa valorisation avec un négociant en titres, une banque d'investissement ou un syndicat de distribution de titres, ce dernier cas étant extrêmement rare dans le cadre d'une émission privée, les intérêts des acteurs sont alignés de telle sorte par le jeu des commissions sur la vente des actions, qu'il n'est pas évident que les intérêts de l'investisseur soient protégés.

Le Risque de Liquidité (Liquidity Risk)

Il n'existe pas de marché boursier pour que l'investisseur puisse vendre sa participation une fois qu'il l'aura acquise. Par ailleurs, il n'est pas rare que les termes du mémorandum restreignent les droits de l'investisseur de revendre sa participation, parfois pendant plusieurs années ou pire, jusqu'à une mise en bourse qui n'arrivera peut-être jamais. C'est pourquoi il existe un risque important pour ne pas dire une quasi-certitude que la participation de l'investisseur soit illiquide, accroissant la corrélation entre le succès de son investissement et la réussite de l'émetteur.

Le Risque de Finalité (Sad Ending Risk)

Le risque de finalité désigne à la fois les risques de manque de fonds, d'insolvabilité et de faillite de l'émetteur. Beaucoup de sociétés sont à l'abandon sans pour autant être en faillite. Cette situation est très difficile car généralement, les organes de la société ne fonctionnent plus parce qu'ils ne sont pas payés et la société plonge rapidement dans l'illégalité, car elle ne remplit plus ses obligations et n'exerce plus ses droits envers les tiers. On assiste alors à un marasme grandissant. Au début de ce manque de fonds, il y a généralement des repreneurs potentiels, puis au fil du temps, tout éventuel candidat à une reprise s'éloigne rapidement en mesurant l'ampleur de la tâche de règlement des prétentions des tiers, même pour une simple reprise d'actifs suivie d'une liquidation de la société.

14. La Sortie de l'Investissement (Exit)

À la fin du financement par distribution privée d'actions, pour que le cycle d'investissement s'achève, il faut que l'investisseur retrouve son capital et puisse « sortir avec succès »⁶⁶ de l'investissement dans lequel il est "entré" au moment où il est devenu actionnaire; c'est-à-dire « possibilité, après un certain temps, de liquider son investissement et de réaliser un gain en capital. »⁶⁷ Différents moyens existent:

- L'introduction de l'action en bourse, voie royale par excellence, puisqu'elle permet à l'investisseur de capturer la plus-value entre le marché privé, basé sur la valeur comptable et le marché boursier basé sur l'anticipation. Cette différence de valorisation est colossale et donne lieu à un gain de l'ordre du multiple boursier.
- La vente de l'émetteur à un acheteur permettant usuellement une bonne plus-value mais qui n'a pas l'aspect spectaculaire de l'option précédente.
- La vente des actions de l'investisseur à un autre investisseur qui peut parfois s'avérer profitable.
- Le rachat des actions de l'investisseur par la société qui est rarement profitable sur le marché privé.

Quel que soit le moyen, l'investisseur veut retrouver son capital et un profit plus grand que celui qu'il aurait eu en investissant dans des produits financiers classiques, puisqu'il a encouru des risques additionnels. Relevons notamment le risque de liquidité du marché qui l'empêche de liquider ses actions à volonté pour les motifs déjà exposés.

Conclusion

Le capital risque ou la distribution privée d'actions en Suisse est un environnement juridique flou et anormalement complexe. Lorsqu'on pense au nombre d'entreprises, d'entrepreneurs et d'investisseurs qui sont concernés, c'est fort regrettable.

⁶⁶ FRICK, JÜRIG; Private Equity im Schweizer Recht p. 381, N. 1168

⁶⁷ Ibidem



Or, ce flou contribue non seulement à freiner la création de nouvelles entreprises en Suisse mais aussi à diminuer la possibilité de croissance de celles qui réussissent.⁶⁸

La protection de l'investisseur est actuellement l'élément prédominant pris en compte par le législateur dans la pesée des intérêts ayant dirigé sa plume lors de la rédaction des textes législatifs ayant trait à l'investissement.

Les autorités suisses dont la FINMA en tête focalisent sur les grosses transactions et sur les gros montants qui leur sont associés; elles produisent sans cesse de nouvelles normes conçues pour ces monstres. Mais ensuite, elles les font appliquer à tout le monde, y compris aux petites entreprises pour lesquelles ces normes sont complètement inadaptées. Là se trouve peut être l'origine du flou.

Il faut que le législateur et les autorités, la FINMA en particulier pensent davantage à prévoir des exceptions pour la petite entreprise, berceau d'où proviennent souvent les solutions aux crises les plus graves.

A quand une loi fédérale sur le capital-risque et sur la distribution privée de titres pour consacrer ces exceptions?



⁶⁸ Logitech, notre fleuron technologique a du s'expatrier aux États-Unis pour que... banques & fonds suisses la financent!



Bibliographie

Législation Suisse

Code civil suisse du 10 décembre 1907 (CC)⁶⁹

Code pénal suisse du 21 décembre 1937 (CP)⁷⁰

Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le code civil suisse (Livre cinquième: Droit des obligations ou Code des Obligations, CO)⁷¹

Loi fédérale du 10 octobre 1997 concernant la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme dans le secteur financier (Loi sur le blanchiment d'argent, LBA)⁷²

Loi fédérale du 3 octobre 2003 sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine (Loi sur la fusion, LFus)⁷³

Loi fédérale du 23 juin 2006 sur les placements collectifs de capitaux (Loi sur les placements collectifs, LPCC)⁷⁴

Loi fédérale du 24 mars 1995 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM)⁷⁵

Loi fédérale du 22 juin 2007 sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (Loi sur la surveillance des marchés financiers, LFINMA)

Ordonnance du 2 décembre 1996 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Ordonnance sur les bourses, OBVM)

Ordonnance du 22 novembre 2006 sur les placements collectifs de capitaux (Ordonnance sur les placements collectifs, OPCC)

⁶⁹ RS 210

⁷⁰ RS 311.0

⁷¹ RS 220

⁷² RS 955.0

⁷³ RS 221.301

⁷⁴ RS 951.31

⁷⁵ RS 954.1



Ordonnance du 21 décembre 2006 de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les placements collectifs de capitaux (Ordonnance de la FINMA sur les placements collectifs, OPC-FINMA)

Circulaire du 20 novembre 2008 de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur l'appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux (Circulaire FINMA 08/8 Appel au public – placements collectifs)

Jurisprudence

Arrêt du Tribunal fédéral du 2 octobre 1996 portant sur la responsabilité pour les actes faits au nom de la société anonyme avant l'inscription, ATF 123 III 24 c. 2d

Arrêt du Tribunal fédéral du 21 février 2006 non publié, portant sur le contrat de compte courant et la responsabilité de la banque 4C.20/2005, c. 4.1

Doctrine

Bovet, Christian; Merigalli Do Duc, Samantha; *FINMA, placements collectifs, entraide et autres développements de la surveillance bancaire et financière*, in: Journée 2007 de droit bancaire et financier

FRICK, JÜRIG; *Private Equity im Schweizer Recht*, Dike Verlag, Zürich, 2009

KATEB, A.; *Note thématique du service des Études sur les marchés et la stabilité financière de la Banque de France*, Bulletin de la Banque de France n° 165, septembre 2007

Lombardini, Carlo; *Droit bancaire suisse*, Zurich, Bâle, Genève: Schulthess, Berne 2008

NOBEL, PETER; *Schweizerisches Finanzmarktrecht*, Stämpfli Verlag AG, Bern 2004

TERCIER / AMSTUTZ (édit.), *Commentaire romand, Code des obligations II*, Helbing Lichtenhahn, Bâle, 2008

THEVENOZ / WERRO (édit.), *Commentaire romand, Code des obligations I*, Helbing Lichtenhahn, Bâle, 2003

ZOBL, DIETER; KRAMER, STEFAN; *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, Zurich, Bâle, Genève: Schulthess, Berne 2004



Législation étrangère

United States of America Securities Act of 1933 (Securities Act), Regulation D