

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*

Étude de droit des sociétés et de l'entreprise

Thèse présentée à la Faculté de droit
de l'Université de Neuchâtel, soutenue le 26 août 2019

Pour l'obtention du titre de docteur en droit

Par

Ulysse DUPASQUIER

Jury :

Prof. Olivier HARI
Faculté de droit de l'Université de Neuchâtel
Directeur de thèse

Prof. Daniel KRAUS
Faculté de droit de l'Université de Neuchâtel
Rapporteur interne

Prof. Jean-Luc CHENAUX
Faculté de droit, des sciences criminelles et d'administration publique
de l'Université de Lausanne
Rapporteur externe

IMPRIMATUR POUR LA THESE**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**

Ulysse DuPASQUIER

UNIVERSITE DE NEUCHATEL

FACULTE DE DROIT

La Faculté de droit de l'Université de Neuchâtel,
sur le rapport des membres du jury

- M. Blaise Carron (président)
- M. Olivier Hari (directeur de thèse)
- M. Daniel Kraus (rapporteur interne)
- M. Jean-Luc Chenaux (Professeur à l'Université de
Lausanne, rapporteur externe)

autorise l'impression de la présente thèse.

Neuchâtel, le 26 août 2019



Blaise Carron

Doyen de la Faculté de droit

Mots-clés

actionnaires ; anti-dilution ; assemblée générale ; bailleurs de fonds ; *block-chain* ; *business angel* ; capital-risque ; clause pénale ; conseil d'administration ; contrats de financement ; convention d'actionnaires ; crédit bancaire ; *crowdfunding* ; *crowdinvesting* ; cryptomonnaies ; désengagement ; développement ; *drag along* ; droits patrimoniaux ; droits sociaux ; *due diligence* ; *early stage* ; environnement légal ; *equity kicker* ; *exit* ; fonds étrangers ; fonds propres ; financement hybride ; financement participatif ; fondateur ; garanties ; gestion ; gouvernance ; idée porteuse ; information ; *initial coin offering* ; innovation ; intégration statutaire ; investissement ; IPO ; jeune société innovante ; leasing ; litiges ; *management* ; mezzanine ; *monitoring* ; négociations ; participation ; préférences ; prêt à option ; prêt convertible ; prêt partiaire ; *private equity* ; privilèges ; rapports contractuels ; *seed* ; société anonyme ; souscription ; *start-up* ; *tag along* ; *team* ; *trade sale* ; trois F ; vallée de la mort ; valorisation ; *venture capital* ; *vesting* ; vote ; *warranties*.

Keywords

shareholders ; anti-dilution ; general meeting ; investors ; blockchain ; business angel ; venture capital ; penal clause ; board ; financing agreement ; shareholders agreement ; bank loan ; crowdfunding ; crowdinvesting ; cryptocurrencies ; exit ; growth ; drag along ; financial rights ; voting rights ; due diligence ; early stage ; legal environment ; equity kicker ; debt ; equity ; hybrid financing ; founder ; representations and warranties ; corporate governance ; business idea ; information ; initial coin offering ; innovation ; by-laws integration ; investment ; IPO ; start-up company ; leasing ; disputes ; management ; mezzanine ; monitoring ; negotiations ; participation ; preferences ; stock option loan ; convertible loan ; profit/turnover related loan ; private equity ; privileges ; contractual relationships ; seed ; private company ; limited company ; subscription ; tag along ; team ; trade sale ; triple F ; death valley ; valuation ; venture capital ; vesting ; vote.

Résumé

La présente thèse porte sur le financement des jeunes sociétés, sur l'environnement légal dans lequel il a lieu, ainsi que sur les rapports de droit des sociétés et contractuels qui en découlent. La cohabitation entre les bailleurs de fonds et les fondateurs d'une jeune société peut en effet apparaître problématique, au vu des objectifs divergents de chaque partie. Une analyse détaillée des rapports de force et des objectifs des parties respectives sera donc menée pour chaque source de financement, à savoir par fonds étrangers, par fonds propres et par financement hybride. Enfin, diverses formes de financement participatif et le phénomène récent des ICO seront étudiés.

Summary

This thesis focuses on the financing of young companies, the legal environment in which they take place, and the resulting corporate and contractual relationships that arise. The coexistence between the investors and the founders of a young company can indeed be problematic, given the divergent objectives of each party. A detailed analysis of the power balance and the objectives of the respective parties will be carried out for each source of financing, i.e. debt, equity and hybrid financing. Finally, various forms of crowdfunding and the recent phenomenon of ICO will be studied.

Sommaire

Table des abréviations	XXXIX
Bibliographie	XLVII
Documents officiels	XCIII
Entretiens	XCIX
Introduction	1
Première partie : Financement des entreprises	5
Chapitre 1 : Typologie du financement	7
I. Présentation générale	7
II. Étapes du financement	17
III. Coûts du financement	23
Chapitre 2 : Acteurs du financement	27
I. Fondateur	28
II. Jeune société innovante	31
III. Bailleurs de fonds	60
IV. Conseil d'administration	97
Deuxième partie : Financement par fonds étrangers	107
Chapitre 1 : Généralités	109
I. Disponibilité du crédit	109
II. Droits sociaux	111
III. Protection dans la faillite	112
Chapitre 2 : Prêt de consommation	113
I. Notion	113
II. Parties	114
III. Droits patrimoniaux	116
IV. Droit à l'information	128
V. Garanties	129
VI. Durée et résiliation	140
VII. Litiges	142
VIII. Le cas particulier du prêt d'actionnaire	144
Chapitre 3 : Crédit bancaire	150

I.	Notion	150
II.	Parties.....	160
III.	Droits patrimoniaux	160
IV.	Droit à l'information	162
V.	Garanties	165
VI.	Durée et résiliation	166
Chapitre 4 : Leasing		167
I.	Notion	167
II.	Utilité	167
III.	Types de leasing.....	169
IV.	Obligations des parties	172
V.	Durée et résiliation	173
Chapitre 5 : Crédit fournisseur et acomptes clients		174
I.	Généralités	174
II.	Crédit fournisseur.....	174
III.	Acomptes clients	175
Chapitre 6 : Conclusion concernant le financement par fonds étrangers		176
Troisième partie : Financement par fonds propres		179
Chapitre 1 : Généralités		181
I.	Contrats	182
II.	Déroulement d'une transaction.....	184
III.	Valorisation.....	192
Chapitre 2 : Contrat d'investissement et de souscription		203
I.	Présentation générale.....	203
II.	Prise de participation.....	210
III.	Garanties	230
IV.	Inexécution.....	246
Chapitre 3 : Convention d'actionnaires		247
I.	Généralités	247
II.	Parties.....	253
III.	Relation avec les statuts et le règlement d'organisation	257
IV.	Durée et fin.....	263
Chapitre 4 : Droits sociaux		264
I.	Contrôle.....	264
II.	Anti-dilution.....	295
III.	Transfert des actions.....	307
Chapitre 5 : Droit à l'information		336
I.	Généralités	336

II.	Légal.....	339
III.	Conventionnel.....	343
IV.	Responsabilité.....	346
Chapitre 6 : Droits patrimoniaux		348
I.	Durant l'investissement	349
II.	En cas de liquidation.....	358
III.	En cas de vente de l'entreprise.....	364
Chapitre 7 : Droits et devoirs divers		390
I.	Plans d'intéressement	390
II.	Devoir de fidélité et confidentialité	396
III.	Interdiction de concurrence	397
IV.	Versements supplémentaires.....	399
Chapitre 8 : Litiges		400
I.	Généralités.....	400
II.	Conflits	402
III.	Mesures préventives	414
IV.	Mesures provisionnelles	420
V.	Mesures curatives et punitives	422
VI.	Droit applicable, for et tribunal arbitral	434
Chapitre 9 : Conclusion concernant le financement par fonds propres		435
Quatrième partie : Financement hybride		439
Chapitre 1 : Généralités		441
I.	Notion.....	441
II.	Parties	443
III.	Flexibilité.....	445
Chapitre 2 : Prêt convertible et à option		446
I.	Notion.....	446
II.	Avantages et inconvénients	450
III.	Quasi fonds propres.....	452
IV.	Mise en œuvre	453
V.	Droits sociaux	464
VI.	Droits patrimoniaux.....	464
Chapitre 3 : Prêt partiaire		465
I.	Notion.....	465
II.	Inexistence de droits sociaux	467
III.	Droits patrimoniaux	467
IV.	Droit à l'information.....	471
Chapitre 4 : Prêt mezzanine		473

I.	Notion	473
II.	Caractéristiques	476
III.	Avantages et inconvénients	484
IV.	Quasi fonds propres.....	485
V.	Droits sociaux	487
VI.	Droits patrimoniaux	488
VII.	Durée.....	491
Chapitre 5 : Autres instruments hybrides		492
I.	Actions privilégiées.....	493
II.	Bons de participation.....	494
III.	Bons de jouissance	496
IV.	Participation tacite.....	498
Chapitre 6 : Conclusion concernant le financement hybride		499
Cinquième Partie : Financement participatif		503
Chapitre 1 : Généralités		505
I.	Généralités	505
II.	Parties.....	508
III.	Catégories	510
IV.	Cadre légal	513
V.	Avantages.....	524
VI.	Protection du contributeur	525
Chapitre 2 : Crowdsupporting		532
I.	Notion	532
II.	Avantages.....	533
III.	Droits du contributeur	534
IV.	Cadre légal	534
Chapitre 3 : Crowdlending		535
I.	Notion	535
II.	Marché suisse	536
III.	Prêt.....	536
IV.	Cadre légal	538
Chapitre 4 : Crowdinvesting		542
I.	Notion	543
II.	Marché suisse	543
III.	Entrée au capital.....	544
IV.	Cadre légal	567
Chapitre 5 : Conclusion concernant le financement participatif		568
Sixième partie : Le cas particulier des Initial Coin Offerings		571

Chapitre 1 : Généralités	573
Chapitre 2 : Définitions	575
I. <i>Blockchain</i>	575
II. Cryptomonnaies et jetons	577
III. <i>Initial Coin Offering</i>	584
Chapitre 3 : Parties	587
I. Société à financer	588
II. Contributeur.....	590
Chapitre 4 : Cadre légal	591
I. Généralités.....	591
II. Droit des sociétés.....	595
III. Droit de la surveillance.....	598
IV. Conséquences	619
Chapitre 5 : Droits du contributeur	620
I. Droits généraux	620
II. Donateur	624
III. Client	626
IV. Prêteur	627
V. Actionnaire	628
Chapitre 6 : Litiges	635
I. Généralités.....	635
II. Exécution et révocation	636
III. Responsabilité personnelle	637
IV. Procédures pénales	639
V. Obstacles procéduraux.....	639
Chapitre 7 : Conclusion concernant les ICO	640
Conclusion générale	643

Table des matières

Table des abréviations	XXXIX
Bibliographie	XLVII
Documents officiels	XCIII
Entretiens	XCIX
Introduction	1
Première partie : Financement des entreprises	5
Chapitre 1 : Typologie du financement	7
I. Présentation générale.....	7
A. Financement interne et externe.....	8
B. Fonds étrangers et fonds propres.....	8
1. Fonds étrangers.....	9
a. Prêt.....	10
b. Émission d'obligations.....	10
2. Fonds propres.....	13
a. Capital-actions.....	14
b. Capital-participation.....	15
3. Financement hybride.....	16
4. Ratio.....	16
5. Conclusion.....	17
II. Étapes du financement.....	17
A. Amorçage.....	18
B. Développement initial.....	20
C. Expansion.....	21
D. Maturité.....	22
E. Schéma.....	22
III. Coûts du financement.....	23
A. Coûts de prospection.....	24
B. Coûts de négociation et de rédaction des contrats.....	24
C. Coûts d'exécution.....	25
D. Coûts de contrôle.....	25
E. Coûts d'ajustement.....	25

F. Aspects fiscaux	26
G. Réduction des coûts	26
Chapitre 2 : Acteurs du financement	27
I. Fondateur	28
A. Définition.....	28
B. Investissement personnel	30
C. Partage du contrôle	31
II. Jeune société innovante.....	31
A. Généralités	32
1. Définition	32
2. But.....	34
3. Besoin de financement	34
B. Cadre économique	36
1. Mise en œuvre de l'innovation	37
2. Manque de capitaux en Suisse.....	39
3. Diffusion des innovations.....	40
4. Statistiques	41
C. Idée porteuse.....	42
1. Produit ou service.....	42
a. Domaine.....	42
b. <i>Unique Selling Proposition</i>	43
c. Protection de la propriété intellectuelle	44
d. <i>Time to Market</i>	44
e. Autres.....	45
2. <i>Business plan</i>	45
3. <i>Team</i>	45
4. <i>Timing</i>	46
D. Forme juridique	46
1. Société à responsabilité limitée	47
a. Définition	47
b. Avantages	47
c. Désavantages	48
d. Transformation.....	49
e. Révision du droit de la Srl.....	50
2. Société anonyme	50
a. Définition	50
b. Avantages	51
c. Désavantages	52

d.	Révision du droit de la société anonyme	52
(i)	Fonds étrangers.....	53
(ii)	Fonds propres	54
(iii)	Suggestions doctrinales	59
III.	Bailleurs de fonds.....	60
A.	Privés	61
1.	<i>Friends, family and fools</i>	61
2.	<i>Business angels</i>	62
3.	<i>Management</i> et employés	64
4.	Investisseurs stratégiques.....	65
5.	Créanciers	65
6.	Clients.....	66
B.	Institutionnels.....	67
1.	Banques	67
2.	Fonds de <i>private equity</i>	68
a.	Capital-investissement.....	69
b.	Capital-risque	70
(i)	Notion.....	70
(ii)	Historique	71
(iii)	Éléments caractéristiques.....	72
c.	Placement collectif	76
3.	Placements collectifs de capitaux.....	76
a.	Fonds suisses	76
(i)	Autorisation de la FINMA.....	76
(ii)	SCPC	77
(iii)	SICAV	78
(iv)	SICAF.....	78
(v)	Non-LPCC.....	78
(vi)	SCR (ancien droit)	79
(vii)	Législation actuelle.....	80
(viii)	Le cas particulier des fonds de pension.....	80
b.	Fonds de l'étranger.....	82
(i)	Approbation de la FINMA.....	82
(ii)	<i>Limited partnership</i>	83
(iii)	SICAR luxembourgeoise	84
4.	Fondations et <i>Family Offices</i>	84
5.	<i>Corporate venturing</i>	85
6.	État.....	86

a.	Confédération.....	86
b.	Cantons	86
c.	Écoles polytechniques et Universités	87
d.	Aides.....	88
(i)	Prix divers	88
(ii)	Organismes d'aide et de cautionnement	89
C.	Processus d'investissement.....	89
1.	Choix de la jeune société.....	89
a.	<i>Screening</i>	90
b.	Evaluation	90
c.	<i>Structuring</i>	91
d.	<i>Monitoring</i>	91
2.	Choix du véhicule de financement.....	91
a.	Fonds étrangers	92
b.	Fonds propres.....	94
c.	Financement hybride.....	95
D.	Synthèse.....	96
IV.	Conseil d'administration	97
A.	Généralités	97
1.	Notion.....	98
2.	Terminologie	98
3.	Principal-agent	99
B.	Rôle prépondérant.....	100
C.	Obtention d'un siège.....	101
D.	Election et suppléance	102
E.	Délégation.....	102
F.	Règlement d'organisation	104
	Deuxième partie : Financement par fonds étrangers	107
	Chapitre 1 : Généralités	109
I.	Disponibilité du crédit.....	109
II.	Droits sociaux	111
III.	Protection dans la faillite.....	112
	Chapitre 2 : Prêt de consommation	113
I.	Notion	113
II.	Parties.....	114
A.	Prêteur.....	114
B.	Emprunteur	114
1.	Société.....	114

	2. Fondateur	115
	a. Responsabilité illimitée	115
	b. Perte de capital et surendettement	116
III.	Droits patrimoniaux	116
	A. Remboursement	117
	B. Intérêts	117
	1. Notion	117
	2. Taux d'intérêt	118
	3. Rythme des versements.....	123
	4. Base de calcul	123
	C. Obligations accessoires	124
	1. <i>Covenants</i>	124
	a. Utilisation des fonds	124
	b. Sous-capitalisation.....	125
	c. Cession de créance	125
	d. Cession du contrat	126
	e. Clause de défaut croisé.....	126
	f. Clause d'exclusivité	126
	g. Clauses négatives et « <i>pari passu</i> »	126
	2. Subordination.....	127
	3. Conversion et option	127
	4. Droits d'acquisition préférentielle.....	127
IV.	Droit à l'information.....	128
V.	Garanties.....	129
	A. Légales	130
	B. Sûretés réelles	130
	1. Transfert de propriété.....	131
	2. Cession à titre de garantie	132
	3. Droit de gage	132
	a. Immobilier.....	133
	b. Mobilier.....	133
	(i) Nantissement et droit de rétention	133
	(ii) Droit de gage sur marchandises	134
	(iii) Droit de gage sur les créances et autres droits	134
	4. Réserve de propriété	135
	5. Tiers convenu	136
	C. Sûretés personnelles	136
	1. Cautionnement.....	136

	a. Notion	136
	b. Forme	137
	c. Simple et solidaire.....	138
	d. Soutien étatique.....	138
	2. Porte-fort	138
	3. Engagement solidaire	139
	D. Assurance décès.....	139
VI.	Durée et résiliation	140
VII.	Litiges	142
	A. Demeure	142
	B. Responsabilité dans la gestion et l'administration	143
	C. Droit applicable, for et tribunal arbitral	144
VIII.	Le cas particulier du prêt d'actionnaire	144
	A. Notion.....	144
	B. Parties	145
	C. Taux d'intérêt	145
	D. Aménagement.....	146
	E. Prêt d'assainissement.....	147
	1. Notion.....	147
	2. Requalification	147
	3. Subordination	148
	4. Controverse	149
	5. Alternatives	149
	Chapitre 3 : Crédit bancaire	150
I.	Notion	150
	A. Définition.....	150
	B. Objet	151
	1. Besoin en fonds de roulement	152
	2. Besoin d'investissement	152
	C. Rating	152
	1. Analyse qualitative	153
	2. Analyse quantitative	154
	D. Mise à disposition	154
	1. Remise d'espèces	154
	2. Avance à terme fixe ou prêt à terme	155
	3. Crédit en compte courant.....	156
	a. Crédit en blanc	156
	b. Crédit garanti	157

4.	Crédit hypothécaire.....	157
5.	Leasing	157
6.	Factoring.....	157
7.	Microcrédit	159
E.	Le cas des jeunes sociétés	159
II.	Parties	160
III.	Droits patrimoniaux.....	160
A.	Remboursement	161
B.	Taux d'intérêt.....	161
IV.	Droit à l'information.....	162
A.	Généralités	162
B.	Situation comptable.....	163
C.	Structure de l'actionariat et du <i>management</i>	164
D.	Invitation à l'assemblée générale	164
E.	Observateur	164
F.	Confidentialité.....	165
V.	Garanties.....	165
VI.	Durée et résiliation.....	166
	Chapitre 4 : Leasing	167
I.	Notion.....	167
II.	Utilité.....	167
III.	Types de leasing	169
A.	Mobilier et immobilier	169
B.	D'investissements et biens de consommation	170
C.	Direct et indirect.....	170
D.	Financier et opérationnel.....	171
IV.	Obligations des parties.....	172
A.	Preneur de leasing	172
1.	Redevances périodiques.....	172
2.	Entretien	172
B.	Donneur de leasing.....	173
V.	Durée et résiliation.....	173
	Chapitre 5 : Crédit fournisseur et acomptes clients	174
I.	Généralités.....	174
II.	Crédit fournisseur	174
III.	Acomptes clients	175
	Chapitre 6 : Conclusion concernant le financement par fonds étrangers	176
	Troisième partie : Financement par fonds propres	179

Chapitre 1 : Généralités	181
I. Contrats	182
A. Notion	182
B. Recours à un juriste.....	183
C. Modèles SECA	184
II. Déroulement d'une transaction.....	184
A. Préparation.....	185
B. Négociation.....	185
1. <i>Letter of Intent/Memorandum of Understanding</i>	186
2. Accord de confidentialité.....	186
3. <i>Term sheet</i>	187
C. Exécution.....	188
D. Désengagement.....	189
1. Généralités.....	189
2. Motivation	191
3. <i>Exit</i> partiel	191
III. Valorisation	192
A. Généralités	192
B. Problématique	192
C. Méthodes	193
1. Valeur intrinsèque	195
2. <i>VC-methode</i>	195
3. <i>Discounted Cash-Flow</i>	196
4. Méthode des comparables	197
5. Pratique des tribunaux	198
D. Primes et décotes	198
1. Prime de contrôle.....	198
2. Décote de minorité	199
3. Prime de minorité	199
4. Décote d'illiquidité.....	200
5. Adaptation	201
E. Désaccord	201
F. Importance des négociations et des parties	201
Chapitre 2 : Contrat d'investissement et de souscription	203
I. Présentation générale.....	203
A. Notion	203
B. Contenu.....	204
C. Acquisition originaire ou dérivée.....	205

D.	Parties.....	206
1.	Investisseur	206
2.	Fondateur	206
a.	Acquisition originaire.....	207
b.	Acquisition dérivée.....	207
3.	Société	208
E.	Nature.....	208
1.	Acquisition originaire	209
a.	Société à créer	209
b.	Société déjà créée	209
2.	Acquisition dérivée.....	210
II.	Prise de participation	210
A.	Généralités	210
B.	Calcul des parts	211
1.	Entre fondateurs.....	211
2.	Entre fondateur et investisseur	213
C.	Remise des actions	213
1.	Fondation	213
2.	Augmentation du capital-actions.....	214
a.	Types d'augmentations.....	214
(i)	Ordinaire.....	215
(ii)	Autorisée	215
(iii)	Conditionnelle	216
b.	Bulletin de souscription.....	216
c.	Renonciation au droit préférentiel de souscription	218
d.	Procuration pour l'assemblée générale	219
e.	Libération	220
f.	Rapport d'augmentation et attestation de vérification	222
g.	Émission d'actions	222
D.	Structure de l'investissement.....	223
1.	Aperçu de capitalisation.....	224
2.	<i>Fully diluted vs. undiluted basis</i>	225
E.	Financement par étapes	226
1.	Notion.....	226
2.	Utilité.....	227
a.	Pour l'investisseur	227
b.	Pour le fondateur	228
c.	Pour la société	228

3.	Mise en œuvre	228
a.	Augmentations de capital successives.....	229
b.	Libération partielle des actions	229
c.	Versements à fonds perdus.....	230
III.	Garanties	230
A.	<i>Due diligence</i>	232
1.	Notion.....	232
2.	Degrés d’approfondissement	233
a.	<i>Full scope</i>	234
b.	<i>Venture Capital Due Diligence</i>	234
c.	<i>Red flags</i>	235
d.	<i>Lean start-up</i>	237
e.	Autres méthodes.....	237
B.	Garants.....	237
1.	Fondateurs	238
2.	Actionnaires existants.....	238
3.	Actionnaires-vendeurs	239
4.	<i>Management</i>	239
5.	Société	240
C.	Objet de la garantie	242
D.	Limitation de garantie.....	242
E.	Mise en œuvre de la garantie	243
1.	Indemnisation financière	244
2.	Remise d’actions	244
3.	Droit de liquidation forcée.....	245
4.	Solution hybride	246
IV.	Inexécution.....	246
	Chapitre 3 : Convention d’actionnaires	247
I.	Généralités	247
A.	Notion	247
B.	But	249
C.	Contenu.....	249
D.	Conventions multiples	250
E.	Limitations.....	251
F.	Forme.....	252
G.	Nature	252
II.	Parties.....	253
A.	Actionnaires.....	253

1.	Fondateur	254
2.	Autres actionnaires	254
3.	Investisseur	254
4.	<i>Management</i>	254
B.	Société.....	255
C.	Tiers	256
III.	Relation avec les statuts et le règlement d'organisation.....	257
A.	Intégration statutaire.....	257
1.	Versement du prix d'émission	258
2.	Protection du capital	259
3.	Égalité de traitement	259
B.	Intégration dans le règlement d'organisation.....	260
C.	Critique	260
IV.	Durée et fin	263
	Chapitre 4 : Droits sociaux	264
I.	Contrôle	264
A.	Vote.....	265
1.	Accords de vote contractuels	265
a.	Objet.....	266
b.	Intégration statutaire	267
c.	Petite assemblée	267
2.	Actions à droit de vote privilégié	268
a.	Définition	269
b.	Mise en œuvre	269
c.	Limitations légales	269
d.	Effets	270
3.	Bons de participation	270
a.	Définition	271
b.	Mise en œuvre	271
c.	Utilité pratique.....	272
d.	Limitations légales	272
B.	Gouvernance	272
1.	Composition du conseil d'administration.....	273
a.	Obtention d'un représentant	275
(i)	Contractuellement.....	275
(ii)	Représentant par catégorie d'actions	276
(iii)	Représentant des minorités	276
(iv)	Représentant des participants.....	277

(v) Représentant des détenteurs de bons de jouissance	277
(vi) Représentant d'autres parties prenantes.....	277
b. Nombre de représentants.....	277
c. Le cas de l'administrateur fiduciaire	278
d. Le cas de l'observateur	279
2. Organisation du conseil d'administration	280
a. Généralités	280
b. Règlement d'organisation	281
(i) Fréquence.....	281
(ii) Convocation	282
(iii) Tenue.....	282
(iv) Suppléance	282
3. Direction.....	283
4. Responsabilité	283
a. Dirigeants.....	283
b. Organe de fait.....	285
C. Majorités, quorums et droit de veto	285
1. Définitions.....	286
a. Majorités.....	286
b. Quorums	286
c. Droit de veto	286
d. Voix prépondérante.....	287
2. Assemblée générale.....	287
a. Majorités.....	288
b. Quorums	288
c. Droit de veto	290
d. Voix prépondérante.....	290
3. Conseil d'administration	291
a. Majorités.....	291
b. Quorums	292
(i) Présence	292
(ii) Voix exprimées	293
c. Droit de veto	294
d. Voix prépondérante.....	294
e. Conclusion	295
II. Anti-dilution.....	295
A. Généralités	295
1. Dilution ordinaire	296

2.	Dilution lors des tours de financement.....	298
B.	Formules de compensation.....	300
1.	<i>Full-ratchet</i>	300
2.	<i>Weighted average</i>	301
3.	Calcul.....	302
C.	Mise en œuvre de la compensation.....	303
1.	Par la société.....	304
2.	Par les fondateurs.....	305
D.	Conditions à la compensation.....	306
III.	Transfert des actions.....	307
A.	Restrictions légales.....	307
B.	Restrictions statutaires et conventionnelles.....	308
1.	Agrément.....	309
a.	Justes motifs.....	311
b.	Clause échappatoire.....	312
2.	<i>Lock-up</i>	312
3.	Acquisition préférentielle.....	314
C.	Droits d'acquisition.....	314
1.	Généralités.....	315
a.	Titres concernés.....	315
b.	Bénéficiaires.....	315
c.	Événement déclencheur.....	316
d.	Délai.....	317
e.	Durée.....	317
f.	Détermination du prix.....	318
g.	Utilité.....	320
h.	Intégration statutaire.....	320
2.	Droit d'emption.....	321
3.	Devoir de reprise.....	323
4.	Droit de préemption.....	324
a.	Droit de préemption au sens strict.....	325
b.	Droit d'offre préférentielle.....	326
(i)	Proprement dite.....	327
(ii)	Improprement dite.....	327
c.	Processus.....	328
5.	<i>Drag along</i>	329
a.	Notion.....	329
b.	Conditions.....	331

6.	<i>Tag along</i>	333
a.	Notion	333
b.	Conditions	335
7.	Priorité de vente	335
Chapitre 5 : Droit à l'information		336
I.	Généralités	336
A.	Asymétrie de l'information	337
B.	Utilité	338
C.	Confidentialité	339
II.	Légal	339
A.	Rapport de gestion et de révision	340
B.	Renseignements et consultation	341
C.	Contrôle spécial	342
D.	Autres	342
III.	Conventionnel	343
A.	Catalogue d'informations	343
1.	Contenu	344
2.	Forme	344
3.	Délai et fréquence	345
B.	Séances d'informations	345
C.	Audit	346
D.	Observateur	346
IV.	Responsabilité	346
Chapitre 6 : Droits patrimoniaux		348
I.	Durant l'investissement	349
A.	Dividendes	350
B.	Actions privilégiées	351
1.	Dividendes	352
2.	Droit de souscription préférentiel	352
3.	Parts de liquidation	353
4.	Autres avantages	353
5.	Fin des privilèges et conversion	354
C.	Bons de participation	356
D.	Bons de jouissance	356
E.	Avantages en faveur des fondateurs	357
II.	En cas de liquidation	358
A.	Hors faillite	359
1.	Causes	359

2.	Procédure	360
3.	Droit à la liquidation	360
4.	Utilité	361
B.	Dans la faillite	362
C.	Privilège de liquidation	363
III.	En cas de vente de l'entreprise.....	364
A.	Privilège sur le produit de vente	364
1.	Notion	364
2.	Terminologie	365
3.	Intégration statutaire	365
4.	Mécanisme	367
a.	<i>Preference amount</i>	367
b.	<i>Cap</i>	368
c.	<i>Catch-up</i>	369
d.	<i>Double dipping</i>	369
e.	<i>Cliff clause</i>	370
5.	Cas de ventes	370
B.	Entrée en bourse.....	370
1.	Généralités	370
a.	Notion.....	371
b.	Lieu de cotation	372
c.	Fréquence	372
d.	Coûts	373
e.	Utilité	374
2.	Conditions.....	375
a.	Durée d'existence	375
b.	Conditions préalables pour les jeunes sociétés	375
c.	Autres conditions.....	376
3.	Perspectives d' <i>exit</i>	376
a.	<i>Primary vs. secondary offering</i>	377
b.	Priorité de placement	378
c.	<i>Lock-up</i>	378
4.	Suppression du droit de souscription préférentiel	379
5.	Conversion des actions privilégiées en actions ordinaires	379
6.	Droit à la cotation	380
C.	<i>Trade sale</i>	382
1.	Définition.....	382
2.	Utilité.....	382

3.	Droits d'acquisition	383
4.	Produit de vente.....	384
D.	<i>Secondary sale</i>	384
E.	<i>Buy-back</i>	385
1.	Contre la société	386
a.	Limitations légales	386
b.	Égalité de traitement	388
2.	Contre les autres actionnaires	388
3.	Contre le <i>management</i>	389
F.	Autres cas	389
1.	<i>Asset deal</i>	389
2.	En cas de scission ou <i>spin-off</i>	390
3.	En cas de fusion.....	390
Chapitre 7 : Droits et devoirs divers		390
I.	Plans d'intéressement.....	390
A.	Notion	391
B.	Bénéficiaires	392
C.	Émission d'actions.....	393
D.	Coût	393
E.	<i>Vesting</i>	394
F.	<i>Good/bad leaver</i>	395
II.	Devoir de fidélité et confidentialité	396
III.	Interdiction de concurrence	397
IV.	Versements supplémentaires	399
Chapitre 8 : Litiges		400
I.	Généralités	400
II.	Conflits.....	402
A.	Causes.....	402
1.	Partage ou perte du contrôle	403
2.	Départ du fondateur.....	404
3.	Conflits avec les trois F	406
4.	Attentes divergentes	407
5.	Expérience et compétences.....	409
6.	Mauvaise situation financière	409
B.	Conséquences	410
C.	Solutions	410
1.	Rôle du <i>management</i>	410
2.	Précision des contrats	410

3.	Meilleure information des parties	411
4.	Situations de blocage	412
a.	Roulette russe	414
b.	<i>Texas shoot-out</i>	414
c.	<i>Dutch auction</i>	414
III.	Mesures préventives	414
A.	Représentation	415
B.	Consignation	416
C.	Main commune	416
D.	Transfert à titre fiduciaire	417
E.	<i>Holding</i> intermédiaire	417
F.	Usufruit commun	417
G.	Nantissement	418
H.	Non-émission de titres	418
I.	Timbrage des titres	419
J.	Vérification par le conseil d'administration	419
K.	Réputation	420
IV.	Mesures provisionnelles	420
V.	Mesures curatives et punitives	422
A.	Modes amiables	422
1.	Médiation	422
2.	Droit collaboratif	423
B.	Action en exécution	424
C.	Action en dommages-intérêts	427
D.	Clause pénale	428
1.	Notion	428
2.	Limitations	429
3.	Mise en œuvre	430
E.	Droits d'acquisition	432
F.	Actions de droit des sociétés	433
VI.	Droit applicable, for et tribunal arbitral	434
	Chapitre 9 : Conclusion concernant le financement par fonds propres	435
	Quatrième partie : Financement hybride	439
	Chapitre 1 : Généralités	441
I.	Notion	441
II.	Parties	443
A.	Société à financer	443
B.	Prêteur hybride	444

C. Fondateurs/actionnaires existants.....	444
D. Autres prêteurs.....	445
III. Flexibilité	445
Chapitre 2 : Prêt convertible et à option	446
I. Notion	446
A. Droit de conversion.....	447
B. Droit d'option	448
II. Avantages et inconvénients	450
III. Quasi fonds propres.....	452
IV. Mise en œuvre.....	453
A. Événement déclencheur	453
B. Déclaration d'exercice	453
C. Détermination du prix et de la quantité d'actions reçues	454
1. Prix	454
2. Quantité d'actions.....	455
D. Aménagements divers.....	456
E. Exécution.....	457
1. Libération	457
2. Remise d'actions propres	458
3. Augmentation de capital.....	459
a. Ordinaire.....	459
b. Autorisée.....	460
c. Conditionnelle.....	461
V. Droits sociaux	464
VI. Droits patrimoniaux	464
A. Remboursement	464
B. Taux d'intérêt	465
Chapitre 3 : Prêt partiaire	465
I. Notion	465
II. Inexistence de droits sociaux.....	467
III. Droits patrimoniaux	467
A. Remboursement intégral	468
B. Intérêt fixe.....	468
C. Participation au bénéfice.....	468
D. Pas de participation aux pertes.....	471
IV. Droit à l'information	471
Chapitre 4 : Prêt mezzanine	473
I. Notion	473

A.	Définition	473
B.	Historique.....	474
C.	Terminologie.....	475
II.	Caractéristiques	476
A.	Subordination	477
1.	Notion.....	477
2.	Surendettement	478
B.	<i>Equity kicker</i>	481
C.	Absence de garanties.....	483
D.	Taux d'intérêt élevé.....	483
III.	Avantages et inconvénients	484
IV.	Quasi fonds propres.....	485
V.	Droits sociaux.....	487
A.	Inexistence	487
B.	Information	488
VI.	Droits patrimoniaux.....	488
A.	Remboursement et intérêts	489
B.	<i>Equity kicker</i>	490
C.	Désengagement	490
VII.	Durée	491
	Chapitre 5 : Autres instruments hybrides	492
I.	Actions privilégiées	493
II.	Bons de participation	494
III.	Bons de jouissance.....	496
IV.	Participation tacite	498
	Chapitre 6 : Conclusion concernant le financement hybride	499
	Cinquième Partie : Financement participatif	503
	Chapitre 1 : Généralités	505
I.	Généralités.....	505
A.	Définition	505
B.	Historique.....	506
C.	Projet.....	507
II.	Parties	508
A.	Plateforme internet.....	508
B.	Contributeur	509
C.	Initiateur	510
III.	Catégories.....	510
A.	<i>Crowddonating</i>	511

B.	<i>Crowdsupporting</i>	511
C.	<i>Crowdlending</i>	512
D.	<i>Crowdinvesting</i>	512
IV.	Cadre légal	513
A.	Relations contractuelles	513
1.	Relations entre la plateforme et les utilisateurs	513
a.	Relation entre la plateforme et le contributeur	514
b.	Relation entre la plateforme et l’initiateur.....	514
2.	Relation entre l’initiateur et le contributeur	516
B.	Droit de la surveillance	516
1.	Droit bancaire.....	518
a.	Principe	518
b.	Allègements	518
(i)	Prolongation du délai pour les comptes d’exécution	519
(ii)	<i>Sandbox</i>	520
(iii)	Licence <i>fintech</i>	521
2.	Droit boursier	521
3.	Placements collectifs de capitaux	522
4.	Blanchiment d’argent	523
C.	Nouveau droit des services financiers	524
V.	Avantages.....	524
A.	Fondateur et société	524
B.	Contributeur.....	525
VI.	Protection du contributeur	525
A.	Risques	526
1.	Non-exécution par l’initiateur.....	527
2.	Risques liés à la plateforme	528
3.	Manque d’information.....	528
4.	Manque d’expérience	529
5.	Illiquidité de l’investissement.....	529
B.	<i>Due diligence</i>	529
C.	Résiliation.....	531
D.	Droit applicable, for et tribunal arbitral	531
	Chapitre 2 : <i>Crowdsupporting</i>	532
I.	Notion	532
II.	Avantages.....	533
III.	Droits du contributeur	534
IV.	Cadre légal	534

Chapitre 3 : Crowdlending	535
I. Notion.....	535
II. Marché suisse	536
III. Prêt	536
A. Ordinaire	536
B. Partiaire.....	537
C. <i>Excursus</i> : l’emprunt par obligations.....	538
IV. Cadre légal.....	538
A. Droit bancaire.....	538
1. Dépôts du public	539
2. Exceptions	540
B. Droit des sociétés	541
Chapitre 4 : Crowdinvesting	542
I. Notion.....	543
II. Marché suisse	543
III. Entrée au capital	544
A. Contrats.....	545
B. Prise de participation.....	545
1. Société à créer.....	546
2. Société déjà créée	547
a. Augmentation de capital.....	547
b. Prospectus d’émission	548
(i) Définition.....	549
(ii) Notion de souscription « publique »	549
(iii) Émission directe	551
(iv) Souscription par le biais d’internet	551
c. Droit des services financiers.....	552
(i) Prospectus d’émission	552
(ii) Contenu	553
(iii) Exceptions	554
C. Foule d’actionnaires	555
1. Problématique.....	555
2. Coordination	557
a. <i>Pooling</i>	557
b. Prise de participation	558
c. Exécution de la convention d’actionnaires	559
(i) Représentation directe et indirecte.....	559
(ii) Société holding	560

(iii) Main commune.....	560
(iv) Transfert à titre fiduciaire.....	562
(v) Personne du représentant.....	563
d. Petite assemblée.....	563
3. Restrictions de transmissibilité.....	564
4. Droits d'acquisition.....	564
5. Autres mesures.....	565
D. Droit sociaux et patrimoniaux.....	566
IV. Cadre légal.....	567
A. Droit de la surveillance.....	567
B. Droit des sociétés.....	568
Chapitre 5 : Conclusion concernant le financement participatif	568
Sixième partie : Le cas particulier des <i>Initial Coin Offerings</i>	571
Chapitre 1 : Généralités	573
Chapitre 2 : Définitions	575
I. <i>Blockchain</i>	575
A. Notion.....	575
B. Décentralisation.....	576
C. Transfert.....	576
II. Cryptomonnaies et jetons.....	577
A. Notion.....	577
B. Cryptomonnaies pures.....	578
C. Jetons.....	579
1. Pas de contrepartie.....	581
2. Avec contrepartie.....	581
a. Jetons d'utilité.....	582
b. Jetons d'investissement.....	582
3. Jetons hybrides.....	583
D. Stockage.....	583
III. <i>Initial Coin Offering</i>	584
A. Notion.....	584
B. <i>White paper</i>	586
C. <i>Smart contract</i>	586
Chapitre 3 : Parties	587
I. Société à financer.....	588
II. Contributeur.....	590
Chapitre 4 : Cadre légal	591
I. Généralités.....	591

A.	Situation internationale	591
B.	Suisse	593
1.	Contexte.....	593
2.	Règles applicables	594
II.	Droit des sociétés.....	595
A.	Prospectus d'émission.....	597
B.	Attestation de vérification	597
III.	Droit de la surveillance.....	598
A.	Droit bancaire.....	599
B.	Négoce de valeurs mobilières.....	601
1.	Papiers-valeurs.....	602
2.	Droits-valeurs	603
3.	Titres intermédiés	606
4.	Produits dérivés	606
5.	Nouveau droit des services financiers.....	607
6.	Synthèse.....	608
a.	Conséquences	609
(i)	Valeurs mobilières	609
(ii)	Société	610
(iii)	Plateformes d'échange.....	610
b.	Papiers-valeurs électroniques ?.....	611
(i)	Droits-valeurs d'un registre distribué	612
(ii)	Notion de papiers-valeurs	613
C.	Placements collectifs de capitaux.....	616
D.	Blanchiment d'argent	617
IV.	Conséquences	619
	Chapitre 5 : Droits du contributeur	620
I.	Droits généraux	620
A.	Remise des jetons.....	620
B.	Revente sur le marché secondaire	622
C.	Information	623
II.	Donateur	624
A.	Définition.....	624
B.	<i>Animus donandi</i>	625
III.	Client	626
IV.	Prêteur	627
V.	Actionnaire	628
A.	Action-jeton	628

B. Vote	631
1. En pratique	631
2. Tokenization.....	632
C. Dividendes	633
1. En pratique	633
2. Tokenization.....	634
Chapitre 6 : Litiges	635
I. Généralités	635
II. Exécution et révocation	636
III. Responsabilité personnelle	637
IV. Procédures pénales	639
V. Obstacles procéduraux	639
Chapitre 7 : Conclusion concernant les ICO	640
Conclusion générale	643

Table des abréviations

§	paragraphe
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers (= ESMA)
AFC	Administration fédérale des contributions
AIR	associé indéfiniment responsable
al.	alinéa(s)
AML	anti money laundering
art.	article(s)
ASA	Archives de droit fiscal suisse
ATF	Recueil officiel des arrêts du Tribunal fédéral suisse
BB	Betriebs-Berater
BCGE	Banque cantonale de Genève
BFR	besoin en fonds de roulement
BIS	Bank for International Settlements
BL	Bâle
CC	Code civil suisse du 10 décembre 1907 (RS 210)
CCIG	Chambre de commerce, d'industrie et des services de Genève
CEDIDAC	Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne
<i>cf.</i>	<i>confer</i>
CFS	Center for Financial Studies
CHF	franc(s) suisse(s)
CL	Convention de Lugano, concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale du 30 octobre 2007 (RS 0.275.12)
CMTA	Capital markets and technology association

CO	Code des obligations du 30 mars 1911 (RS 220)
consid.	considérant(s)
COPA	Commission des OPA
CP	Code pénal suisse 21 décembre 1937 (RS 311.0)
CPC	Code de procédure civile du 19 décembre 2008 (RS 272)
CTI	Commission pour la technologie et l'innovation
CVCI	Chambre vaudoise du commerce et de l'industrie
DEFR	Département fédéral de l'économie, de la formation et de la recherche
DFF	Département fédéral des finances
DTR	SIX Exchange Regulation, Directive concernant les dérogations à la durée d'existence des entreprises émettrices (track record) du 1 ^{er} janvier 2016
EBIT	earnings before interest and taxes
EBITDA	earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization
ECS	L'Expert-comptable suisse
éd.	édition
édit.	éditeur(s)
EF	Expert Focus
EG ZGB	Einführungsgesetz zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch
EPF	Écoles polytechniques fédérales
EPFL	École polytechnique fédérale de Lausanne
EPFZ	École polytechnique fédérale de Zurich
ESMA	European Securities and Markets Authority (= AEMF)
ESOP	employee stock ownership plan / employee stock option plan
et al.	<i>et alii</i>
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
FF	Feuille fédérale
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers

fintech	technologie(s) financière(s)
GAFI	Groupe d'action financière
GCBF	Groupe interdépartemental de coordination sur la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme
GE	Genève
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen
GFSC	Gibraltar Financial Services Commission
GP	general partner
IAI	Institut für Angewandte Innovationsforschung
<i>ibid.</i>	<i>ibidem</i> (au même endroit)
ICO	initial coin offering
IFRS	International Financial Reporting Standards
Intro.	Introduction
IPO	initial public offering
ISA	investment and subscription agreement
IT	information technology
JdT	Journal des Tribunaux
KAG	Kollektivanlagengesetz (=LPCC)
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen (= PME)
KYC	Know Your Customer
LB	Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934 (RS 952.0)
LBA	Loi fédérale concernant la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme du 10 octobre 1997 (RS 955.0)
LBO	leveraged buy-out
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995 (RS 954.1)
LCC	Loi sur le crédit à la consommation du 23 mars 2001 (RS 221.214.1)
LCdir	Loi neuchâteloise sur les contributions directes (RSNE 631.0)
LDIP	Loi fédérale sur le droit international privé du 18 décembre 1987 (RS 291)

LEFin	Loi fédérale sur les établissements financiers (FF 2018 3675)
LFINMA	Loi sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers du 22 juin 2007 (RS 956.1)
LFLP	Loi fédérale sur le libre passage dans la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité du 17 décembre 1993 (RS 831.42)
LFP	Loi fédérale du 18 mars 1994 sur les fonds de placement (951.31 ; abrogée le 1 ^{er} janvier 2007)
LFus	Loi fédérale sur la fusion, la scission, la transformation et le transfert de patrimoine du 3 octobre 2003 (RS 221.301)
LHID	Loi fédérale sur l'harmonisation des impôts directs des cantons et des communes du 14 décembre 1990 (RS 642.14)
LIA	Loi fédérale sur l'impôt anticipé du 13 octobre 1965 (RS 642.21)
libor	London interbank offered rate
LIFD	Loi fédérale sur l'impôt fédéral direct du 14 décembre 1990 (RS 642.11)
LIMF	Loi sur l'infrastructure des marchés financiers du 19 juin 2015 (RS 958.1)
LIPP-GE	Loi genevoise sur l'imposition des personnes physiques (RSG D 3 08)
LJEDI	Loi accordant le statut de « JEDI » aux jeunes entreprises développant des innovations (RS-GE I 1 40)
LP	Loi fédérale sur la poursuite pour dettes et la faillite du 11 avril 1889 (RS 281.1)
LPCC	Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 juin 2006 (RS 951.31)
LPP	Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité du 25 juin 1982 (RS 831.40)
LSCR	Loi fédérale sur les sociétés de capital-risque du 8 octobre 1999, caduque depuis le 1 ^{er} mai 2010 (RS 642.15)
LSFin	Loi fédérale sur les services financiers (FF 2018 3733)

LSR	Loi fédérale sur la surveillance de la révision du 16 décembre 2005 (RS. 221.302)
LTi	Loi fédérale sur les titres intermédiés du 3 octobre 2008 (RS 957.1)
LUMMP	Loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement du 22 décembre 1999 (RS 941.10)
M.	Monsieur
MBO	management buy-out
mia	milliard(s)
mio	million(s)
M ^{me}	Madame
N	numéro(s)
ndbp	note de bas de page
NIWUZ	Studiengang Internationales Wirtschaftsrecht der Universität Zürich und des Europa Instituts an der Universität Zürich
NYCL-BSC	Consolidated Laws of New York, Business Corporation
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OB	Ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne du 30 avril 2014 (RS 952.02)
OBA-FINMA	Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme dans le secteur financier du 3 juin 2015 (RS 955.033.0)
OECD	Organisation de coopération et de développement économiques
Oém-FINMA	Ordonnance réglant la perception d'émoluments et de taxes par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers du 15 octobre 2008 (RS 956.122)
OLCC	Ordonnance relative à la loi fédérale sur le crédit à la consommation du 6 novembre 2002 (RS 221.214.11)
OOPA	Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition du 21 août 2008 (RS 954.195.1)
OPA	offre publique d'acquisition

OPCC	Ordonnance sur les placements collectifs de capitaux du 22 novembre 2006 (RS 951.311)
OPP 2	Ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité du 18 avril 1984 (RS 831.441.1)
ORC	Ordonnance sur le registre du commerce du 17 octobre 2007 (RS 221.411)
P	Projet
p.	page
PI	propriété intellectuelle
PIB	produit intérieur brut
PIPE	private investment in public equity
PJA	Pratique Juridique Actuelle (=AJP)
PME	petite(s) et moyenne(s) entreprise(s) (=KMU)
pp.	pages
R&D	recherche et développement
RC	Règlement de cotation du SIX Swiss Exchange du 25 octobre 2018.
RDAF	Revue de droit administratif et de droit fiscal
RDAI	Revue de droit des affaires internationales
RDS	Revue de droit suisse (=ZSR)
REPRAX	Droit des sociétés et droit du registre du commerce : revue de la législation et de la pratique
RES	Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Études Économiques et Sociales
RF	Revue fiscale (=StR)
RIE	Réforme de l'imposition des entreprises
RJB	Revue de la Société des juristes bernois (=ZBJV)
RJN	Recueil de jurisprudence neuchâteloise
RNRF	Revue Suisse du notariat et du registre foncier
RS	recueil systématique
RSDA	Revue suisse de droit des affaires et du marché financier (=SZW)
RSJ	Revue suisse de jurisprudence (=SJZ)
RVJ	Revue valaisanne de jurisprudence

s.	et suivant(e)
SA	société anonyme (=AG)
Sàrl	société à responsabilité limitée (=GmbH)
SCPC	société en commandite de placements collectifs
SDM-FSM	Fédération Suisse des Associations de Médiation
SECA	Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
SECO	Secrétariat d'État à l'économie
SEES	Revue Économique et Sociale
sic!	Revue du droit de la propriété intellectuelle, de l'information et de la concurrence
SICAF	société d'investissement à capital fixe
SICAR	société d'investissement en capital à risque
SICAV	société d'investissement à capital variable
SJ	La Semaine judiciaire
SPA	senior preferential amount
ss	et suivant(e)s
SStR	Schriften zum Steuerrecht
SZA	Schriften zum Aktienrecht
TC	Tribunal cantonal
TAF	Tribunal administratif fédéral
TF	Tribunal fédéral
trad.	Traduction
TRC	Tarif relatif au Règlement de cotation du SIX Swiss Exchange du 10 janvier 2019
TREX	L'Expert fiduciaire (=Der Treuhandexperte)
UE	Union européenne
Val-UNIL	Directive du Conseil de Direction UNIL-CHUV du 2 décembre 2009 relative aux contrats et à la valorisation de la recherche
VC(s)	venture capital(ists)
vol.	volume(s)
ZR	Blätter für Zürcherische Rechtsprechung
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Bibliographie

AESCHLIMANN Lionel/FOËX Bénédict, *Sûretés mobilières : limites et réformes du droit suisse*, in : Thévenoz Luc/Bovet Christian (édit.), *Journée 2005 de droit bancaire et financier*, Genève 2006, pp. 17-38 (cité : AESCHLIMANN/FOËX).

AFFOLTER Christian, *La Suisse joue un rôle clé dans la hausse du nombre d'ICO*, Agefi.com, 18 septembre 2017 (cité : AFFOLTER, *ICO*).
<https://www.agefi.com/home/suisse-economie-politique/detail/edition/online/article/cryptomonnaies-lethereum-comme-blockchain-de-base-dun-grand-nombre-dico-a-quelques-racines-suisse-461146.html> (consulté le 27 juin 2019)

AH CHOON Jean-Jacques, *Le prêt mezzanine, nouveau mode de financement des entreprises ?*, LeTemps.ch, 19 juin 2006 (cité : AH CHOON, *Prêt mezzanine*).
<https://www.letemps.ch/economie/acteurs-lavis-leexpert-pre-mezzanine-nouveau-mode-financement-entreprises> (consulté le 27 juin 2019)

AMREIN Simon/DIETRICH Andreas/DUSS Christoph/WERNLI Rolf, *Crowdfunding dans le domaine culturel*, Hochschule Luzern (édit.), Lucerne 2015 (cité : AMREIN ET AL.).

ANCELLE Juliette/FISCHER Philipp, *Regulation of crowdfunding activities in Switzerland : where do we stand?*, Jusletter du 22 février 2016 (cité : ANCELLE/FISCHER).

ANDENMATTEN Antoine, *L'entrée en bourse (« going public ») : un moyen de financement des petites et moyennes entreprises ?*, SEES vol. 50 03/1992, pp. 202-223 (cité : ANDENMATTEN, *Financement*).

AUCIELLO Dino, *Capital croissance : le désert de l'investissement suisse*, Bilan.ch, 9 mai 2017 (cité : AUCIELLO, *Capital croissance*).
https://www.bilan.ch/economie/capital_croissance_le_desert_de_l_investissement_suisse (consulté le 27 juin 2019)

BAHAR Rashid, *Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions – une approche systématique*, Zurich 2004 (cité : BAHAR, *Conseil d'administration*).

BAHAR Rashid, *Les créanciers dans l'assainissement : abandon, subordination et conversion de créances*, RDS 05/2005, vol. 124, pp. 479-514 (cité : BAHAR, *Créanciers*).

BALMER Éric, *Les clauses négatives dans les crédits bancaires – En particulier la 'negative pledge clause' dans les transactions financières internationales*, Zurich 2004 (cité : BALMER, *Clauses négatives*).

BANIK Christoph/OGG Matthias/PEDERGNANA Maurice, *Hybride und mezzanine Finanzierungsinstrumente*, Berne 2008 (cité : BANIK ET AL.).

BARTHOLD Beat M., *Financement-Mezzanine dans le cadre d'acquisition d'entreprises et de création de nouvelles entreprises*, Zurich 2001 (cité : BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*).

BARTHOLD Beat M., *Rechtliche Gestaltung alternativer Unternehmensfinanzierungen – Private Equity Finanzierungen im Trend*, ECS 10/2001, pp. 879-891 (cité : BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*).

BARTHOLD Beat M., *Mezzanine-Finanzierung von Unternehmensübernahmen und Jungunternehmen*, RSDA 05/2000, pp. 224-237 (cité : BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*).

BAUEN Marc/ROUILLER Nicolas, *Relations bancaires en Suisse*, Zurich 2011 (cité : BAUEN/ROUILLER).

BAUMANN Daniel/ZYSSET Pascal, *Die Einrede des nicht erfüllten Aktionärsbindungsvertrag*, PJA 01/2015, pp. 151-166 (cité : BAUMANN/ZYSSET).

BAUMANN Simone, *Crowdinvesting im Finanzmarktrecht*, thèse Zurich 2014 (cité : BAUMANN, *Crowdinvesting*).

BAUMGARTNER Fleur/VON DER CRONE Hans Caspar, *Die Bewilligungs- und Prospektpflicht im schweizerischen Recht anhand des Crowdfundings – Bundesgerichtsurteil 2C_860/2017 vom 5. März 2018*, RSDA 06/2018, pp. 726-734 (cité : BAUMGARTNER/VON DER CRONE).

BAUMGARTNER Hans, *Mezzanine-Finanzierungen für KMU im Aufbruch*, ECS 08/2006, pp. 560-563 (cité : BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*).

BCGE, *Financement des entreprises : notre doctrine d'engagement*, Genève 2010 (cité : BCGE, *Financement des entreprises*).

BÉGUIN Nicolas, *Financement externe garanti par un proche de l'actionnaire : Confirmation de la pratique fiscale en matière de sous-capitalisation*, Centre de droit bancaire et financier, 2016 (cité : BÉGUIN, *Financement*).

BEHR Giorgio/WIRTH Oliver, *Einsatz von Mezzanine-Kapital bei der Wachstumsfinanzierung*, ECS 03/1999, pp. 161-170 (cité : BEHR/WIRTH).

BEHRENS Peter, *Die ökonomischen Grundlagen des Rechts: politische Ökonomie als rationale Jurisprudenz*, Tübingen 1986 (cité : BEHRENS, *Grundlagen*).

BENTELE Roland, *Die Konventionalstrafe nach Art. 160-163 OR*, thèse Fribourg 1994.

BERGER Manuel/SCHWENDENER Patrick/ZIEGLER Pascal, *Unternehmensbewertung als Erfolgsfaktor im Deal Cycle Framework*, EF 08/2015, pp. 566-570 (cité : BERGER ET AL.).

BERGER MEYER Cécile/LEDERMANN David, *Coordination et structuration en matière de PPP – Aspects de droit des contrats et des sociétés*, in : Zufferey Jean-Baptiste/Stöckli Hubert (édit.), *Aktuelles Vergaberecht 2012/Marchés Publics 2012*, Zurich 2012, pp. 437-450 (cité : BERGER MEYER/LEDERMANN).

BERNET Beat/DENK Christoph L., *Finanzierungsmodelle für KMU*, Berne 2000 (cité : BERNET/DENK).

BERREBI Jeremie, *Fighting between cofounders : one of the main reasons that startups fail*, 27 août 2013 (cité : BERREBI, *Startups*).

<https://www.berrebi.org/2013/08/27/fighting-between-cofounders-one-of-the-main-reasons-that-startups-fail> (consulté le 27 juin 2019)

BERSHEDA VUCUROVIC Tetiana, « *Avis obligatoires et faillite* » dans la *révision du droit de la société anonyme - Le nouveau système d'alarme de la santé financière des sociétés anonymes : surprotection des actionnaires aux dépens des créanciers ou ignorance de la réalité économique?*, GesKR 03/2008, pp. 235-253 (cité : BERSHEDA VUCUROVIC, *Révision*).

BERWERT Adrian/LÜTHI Eva/LEU Andrea/KÜNZLE Daniel/RÜTTER Heinz, *Studieren – Forschen – Unternehmen – gründen, THISS - Technische Hochschulen und Innovationen: Start-ups und Spin-offs unter besonderer Berücksichtigung von Aus- und Weiterbildung und Supportstrukturen*, Programme national de recherche Formation et emploi, Berne/Aarau 2004 (cité : BERWERT ET AL.).

BIENZ Carsten/WALZ Uwe, *Venture Capital Exit Rights*, CFS working paper, Francfort 2008 (cité : BIENZ/WALZ).

BINDER Andreas/VETTER Meinrad, *Der Partizipationsschein – eine Auslegung*, in : Lorandi Franco/Staehelin Daniel (édit.), *Innovatives Recht - Festschrift für Ivo Schwander*, Zurich/St-Gall 2011, pp. 275-298 (cité : BINDER/VETTER).

BIRRER Alexander, *Evaluation Criteria and Deal Breaker at Venture Capital Investments: Evidence from a Swiss Venture Capitalist*, Term Paper, Zurich 2002 (cité : BIRRER, *Evaluation*).

BIS, *Statement on crypto-assets*, 13 mars 2019 (cité : BIS, *Crypto-assets*).
https://www.bis.org/publ/bcbs_nl21.htm (consulté le 27 juin 2019)

BLOCH Olivier, *Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit suisse avec un aperçu du droit boursier*, thèse, 2^e éd., Genève 2011 (cité : BLOCH, *Conventions d'actionnaires*).

BÖCKLI Peter, *Schweizer Aktienrecht*, 4^e éd., Zurich 2009 (cité : BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*).

BÖCKLI Peter, *Aktionärbindungsverträge, Vinkulierung und statutarische Vorkaufsrechte unter neuem Aktienrecht*, RJB 1993, pp. 475-506 (cité : BÖCKLI, *Aktionärbindungsverträge*).

BÖCKLI Peter/BÜHLER Christoph B., *Vorabinformationen an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, RSDA 03/2005, pp. 101-112 (cité : BÖCKLI/BÜHLER).

BÖCKLI Peter/HUGUENIN Claire/DESSEMONTET François, *Le Gouvernement d'entreprise – Rapport du Groupe de travail en vue de la révision partielle du droit de la société anonyme*, CEDIDAC vol. 59, Lausanne 2004, pp. 63-83 (cité : BÖCKLI ET AL.).

BÖCKLI Peter/MORSCHER Lukas, *Aktionärbindungsverträge: Übertragbarkeit und Geltungsdauer von Optionsrechten*, RSDA 05/1997, pp. 53-65 (cité : BÖCKLI/MORSCHER).

BODER Willy, *Un projet de fonds géant de capital-risque prend corps pour les jeunes entreprises*, LeTemps.ch, 12 octobre 2016, (cité : BODER, *Capital-risque*).

<https://www.letemps.ch/economie/2016/10/12/un-projet-fonds-geant-capitalrisque-prend-corps-jeunes-entreprises> (consulté le 27 juin 2019)

BOEMLE Max/GSELL Max, *Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz*, Zurich 2002 (cité : BOEMLE/GSELL).

Bohnet François/Haldy Jacques/Jeandin Nicolas/Schweizer Philippe/Tappy Denis (édit.), *Commentaire romand du Code de procédure civile CPC*, 2^e éd., Bâle 2019 (cité : CR CPC-AUTEUR, art. x N y).

BOHNET François, *La théorie générale des papiers-valeurs – Passé, présent, futur*, thèse Neuchâtel 2000 (cité : BOHNET, *Papiers-valeurs*).

BOHRER Andreas, *Vom Verband zum Individuum im Aktionariat : Mezzanine Financing als Instrument von Leveraged Buyouts*, in : Zäch Roger et al. (édit.), *Individuum und Verband : Festgabe zum Schweizerischen Juristentag*, Zurich 2006, pp. 347-360 (cité : BOHRER, *Mezzanine Financing*).

BONVIN Jean-Michel, *La finance et la promesse d'un nouveau pacte social*, in : Pasquier-Dorthe et al. (édit.), *Private Equity et Microfinance*, Zurich 2004, pp. 175-184 (cité : BONVIN, *Finance*).

BONVIN Jacques, *Start-up dans la tourmente : restructurations et financement de crise*, LeTemps.ch, 12 mars 2001 (cité : BONVIN, *Start-up*).
<https://www.letemps.ch/economie/startup-tourmente-restructurations-financements-crise> (consulté le 27 juin 2019)

BONVIN Jacques, *Capital-risque, ou comment financer les entreprises*, LeTemps.ch, 4 septembre 2000 (cité : BONVIN, *Capital-risque*).
<https://www.letemps.ch/economie/capitalrisque-financer-entreprises> (consulté le 27 juin 2019)

BÖSCH René, *Hybride Finanzinstrumente*, in : Reutter Thomas U./Werlen Thomas (édit.), *Kapitalmarkttransaktionen III*, Zurich 2008, pp. 39-68 (cité : BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*).

Bösch René/Rayroux François/Winzeler Christoph/Stupp Eric (édit.), *Basler Kommentar, Kollektivanlagengesetz (KAG)*, 2^e éd., Bâle 2016 (cité : BSK KAG-AUTEUR, Art. x N y).

BÖTTGER Christian, *Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120*, Düsseldorf 2006 (cité : BÖTTGER, *Finanzinvestoren*).

BRODA Björn M., *Mezzanine Finance*, ECS 11/2003, pp. 977-980 (cité : BRODA, *Mezzanine Finance*).

BRODA Björn M., *Finanzierungsalternativen für KMU zum Bankkredit?*, ECS 06-07/2003, pp. 463-472 (cité : BRODA, *Finanzierungsalternativen*).

BRUNNER Christoph, *Wertrechte - nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere : ein Beitrag zur rechtlichen Erfassung des Effektingiroverkehrs*, thèse Berne 1996 (cité : BRUNNER, *Wertrechte*).

BUCHELER Rémy, *Abrégé de droit comptable, Articles 957 ss CO et législation sur les sociétés et autres entités*, Genève/Zurich 2015 (cité : BUCHELER, *Droit comptable*).

BUTTICAZ Laurent, *La notion d'insolvabilité en droit privé suisse*, Genève 2011 (cité : BUTTICAZ, *Insolvabilité*).

CAMP Patrick, *Venture Capital Due Diligence*, Hoboken 2002 (cité : CAMP, *Venture capital*).

CAMPONOVICO Rico A./MOSER Hans, *Interimsdividende soll in der Schweiz möglich werden – Bundesrat und Ständerat befürworten Zwischendividenden unter gewissen Bedingungen*, ECS 01-02/2010, pp. 48-51 (cité : CAMPONOVICO/MOSER).

CATHOMAS Linus/VON DER CRONE Hans Caspar, *Der Irrtum über den Wert des Vertragsgegenstands, insbesondere beim Unternehmenskauf*, RSDA 01/2017, pp. 112-122 (cité : CATHOMAS/VON DER CRONE).

CCIG, *Bâle III aura-t-il des conséquences sur le financement des entreprises ?*, Dossiers CCIGinfo, 7 juin 2013 (cité : CCIG, *Financement*).
<https://www.ccig.ch/blog/2013/06/bale-iii-aura-t-il-des-consequences-sur-le-financement-des-entreprises> (consulté le 27 juin 2019)

CCIG, *Guide du créateur d'entreprise – Informations pratiques sur les principaux aspects de la création dans le canton de Genève – édition 2017*, Genève 2017 (cité : CCIG, *Guide du créateur d'entreprise*).

CCIG, *La propriété intellectuelle au service des start-ups et pmes – un guide pratique*, 2017 (cité : CCIG, *Propriété intellectuelle*).

<https://www.ccig.ch/FileDownload/Download/1610> (consulté le 27 juin 2019)

CHAPATTE Marie-Laure, *Investir dans une start-up, un jeu risqué*, Journal Le Temps du 26 septembre 2014, p. 3 (cité : CHAPATTE, *Jeu risqué*).

CHAPPUIS Christine/PETER Henry/VON PLANTA Andreas, *Responsabilité de l'actionnaire majoritaire*, Zurich 2000 (cité : CHAPPUIS ET AL.).

CHAPPUIS Fernand, *Aspects théoriques et application pratique de la clause pénale dans les conventions d'actionnaires*, RSDA 02/2003, pp. 65-73 (cité : CHAPPUIS, *Clause pénale*).

CHAPPUIS Fernand, *La clause de prohibition de concurrence dans une convention d'actionnaires – Examen à la lumière de l'arrêt du Tribunal fédéral 4C.5/2003*, SJ 2003, pp. 317-338 (cité : CHAPPUIS, *Prohibition*).

CHARDONNENS Jean-Pierre, *Comptabilité générale*, 7^e éd., Hünenberg See 2011 (cité : CHARDONNENS, *Comptabilité*).

CHENAUX Jean-Luc, *Les plans d'intéressement dans le prisme du Corporate Governance – Du règne de l'opacité à celui de la transparence ?*, ECS 05/2002, pp. 445-455 (cité : CHENAUX, *Plans d'intéressement*).

CHENAUX Jean-Luc/DUMMERMUTH Lise, *Les plans d'intéressement*, CEDI-DAC vol. 91, Lausanne 2014 (cité : CHENAUX/DUMMERMUTH).

CHENAUX Jean-Luc/HÄNNI Lino, *Carence dans l'organisation de la société: étude des aspects matériels et procéduraux de l'art. 731b CO*, JdT 2013 II, pp. 97-119 (cité : CHENAUX/HÄNNI).

CHENAUX Jean-Luc/PFISTER Loïc, *Aspects juridiques de l'assainissement (cadre, outils et responsabilité)*, CEDIDAC vol. 86, Lausanne 2010, pp. 95-189 (cité : CHENAUX/PFISTER).

CHERIDITO Yves/SCHNELLER Thomas, *Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung – Sorgfältige Analyse und Anwendungshinweise unerlässlich*, ECS 06-07/2008, pp. 416-422 (cité : CHERIDITO/SCHNELLER).

CLEMETSON Caroline/MARAIA Jean-Frédéric/KLEINER Nathaniel, *Crowdfunding under Swiss Law – a Brief Overview*, Newsletter Schellenberg-Wittmer, avril 2015 (cité : CLEMETSON ET AL.).
https://www.swlegal.ch/files/media/filer_public/0a/c7/0ac7d328-5919-403c-99b2-aefc1c03f0d8/newsletter_april_ii_2015_english_final.pdf (consulté le 27 juin 2019)

CLEMETSON Caroline/HOUDROUGE Tarek, *Collective Investment Scheme or Operating Company?*, SWLegal.ch, Newsletter du 5 avril 2019 (cité : CLEMETSON/HOUDROUGE).
<https://www.swlegal.ch/en/publications/newsletter-detail/newsflash-banking-and-finance-collective-investmen/> (consulté le 27 juin 2019)

CLIVAZ Boris, *Les crédits bancaires pour les PME – Rating, pricing, ratios essentiels*, ECS 06-07/2003, pp. 447-451 (cité : CLIVAZ, *Crédits bancaires*).

CMTA, *Blueprint for the tokenization of shares of Swiss corporations using the distributed ledger technology*, octobre 2018 (cité : CMTA, *Tokenization*).
<http://www.cmta.ch/wp-content/uploads/CMTA-Blueprint-for-the-tokenization-of-shares-of-Swiss-corporations-1.pdf> (consulté le 27 juin 2019)

CORNELL Bradford/SHAPIRO Alan C., *Financing corporate growth*, in : Morgan Stanley (édit.), *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 1.2, Hoboken, 1988, pp. 6-22 (cité : CORNELL/SHAPIRO).

COUCHEPIN Gaspard, *La clause pénale*, thèse Zurich 2008 (cité : COUCHEPIN, *La clause pénale*).

D&B, *Le crédit fournisseur est plus populaire que jamais – Les entreprises paient leurs factures avec un retard moyen de 19,5 jours*, 2009 (cité : D&B, *Crédit fournisseur*).
<https://docplayer.fr/2331561-Le-credit-fournisseur-est-plus-populaire-que-jamais-les-entreprises-paient-leurs-factures-avec-un-retard-moyen-de-19-5-jours.html> (consulté le 27 juin 2019)

DALLÈVES Louis, *L'actionnaire créancier*, CEDIDAC vol. 43, Lausanne 2001, pp. 37-59 (cité : DALLÈVES, *L'actionnaire créancier*).

DALLÈVES Louis, *L'obligation convertible*, RES 03/1963 (vol. 21) (cité : DALLÈVES, *Obligation convertible*).

DARBELLAY Aline/REYMOND Michel J, *Le régime de responsabilité civile en matière d'émissions publiques de jetons digitaux (ICO)*, RSDA 01/2018, p. 48 (cité : DARBELLAY/REYMOND, *ICO*).

DARBELLAY Aline/REYMOND Michel J., *Émission et négoce de jetons digitaux*, EF 11/2017, pp. 880-884 (cité : DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*).

DE MONTMOLLIN Yves, *Le financement participatif, un modèle d'avenir*, Le-Temps.ch, 7 janvier 2016 (cité : DE MONTMOLLIN, *Financement*).
<https://www.letemps.ch/economie/2016/01/07/financement-participatif-un-modele-avenir> (consulté le 27 juin 2019)

DEFFERRARD Francine, *Les restrictions au transfert des actions non cotées dans le droit de la société anonyme (art. 685a-685c CO)*, CEDIDAC vol. 95, Lausanne 2015, pp. 1-20 (cité : DEFFERRARD, *Restrictions*).

DEFR, *Portail PME, Finances, Financement – Développement financier – Coûts du développement d'un concept – Comment organiser le financement – Fonds externes – Fonds propres – Financement alternatif – Aides publiques pour le financement*, uniquement en ligne, (cité : DEFR, *Financement*, <url>).
<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement.html> (consulté le 27 juin 2019)

DELAYE Fabrice, *Comment convaincre des capital-risqueurs*, Bilan.ch, 15 août 2017 (cité : DELAYE, *Capital-risqueurs*).
<https://www.bilan.ch/argent-finances-plus-de-redaction/comment-convaincre-capital-risqueurs> (consulté le 27 juin 2019)

DELAYE Fabrice, *Les start-up suisses lèvent un milliard en 2016*, Bilan.ch, 24 janvier 2017 (cité : DELAYE, *Start-up*).

www.bilan.ch/techno/investissements-start-suisse-atteignent-milliard (consulté le 27 juin 2019)

DELAYE Fabrice, *Le printemps du capital-risque romand*, Bilan.ch, 17 mai 2016, (cité : DELAYE, *Capital-risque*).

www.bilan.ch/argent-finances-plus-de-redaction/printemps-capital-risque-romand (consulté le 27 juin 2019)

DELAYE Fabrice, *Comment faire de la Suisse une «start-up nation»?*, Bilan.ch, 17 mars 2014 (cité : DELAYE, *Start-up nation*).

https://www.bilan.ch/entreprises/comment_faire_de_la_suisse_une_start_up_nation (consulté le 27 juin 2019)

DELOITTE, *The Blockchain Revolution – The Swiss Perspective, White Paper* (cité : DELOITTE, *White Paper*).

<https://www2.deloitte.com/ch/fr/pages/innovation/articles/the-blockchain-revolution.html> (consulté le 27 juin 2019)

DESBRIÈRES Philippe/SAINT-ONGE Sylvie/MAGNAN Michel, *Les plans d'option sur actions : Théorie et pratique*, Bourgogne 2003 (cité : DESBRIÈRES ET AL., *Plans d'option*).

DESTIN Fred, *Just Say No: VC terms that can really hurt*, 2 décembre 2009 (cité : DESTIN, *VC terms*).

<http://venturehacks.com/articles/terms-that-hurt> (consulté le 27 juin 2019)

DIETRICH Andreas/AMREIN Simon, *Crowdfunding Monitoring Switzerland 2018* (cité : DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*).

<https://blog.hslu.ch/retailbanking/crowdfunding/> (consulté le 27 juin 2019)

DIETRICH Andreas/AMREIN Simon, *Crowdfunding Monitoring Switzerland 2017* (cité : DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2017*).

<https://blog.hslu.ch/retailbanking/crowdfunding/> (consulté le 27 juin 2019)

DIETRICH Andreas/AMREIN Simon, *Crowdfunding Monitoring Switzerland 2016* (cité : DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*).

<https://blog.hslu.ch/retailbanking/crowdfunding/> (consulté le 27 juin 2019)

DIETSCHI Niklaus, *Beabsichtigte Sachübernahmen*, thèse Zurich/St-Gall 2012 (cité : DIETSCHI).

DITTMANN Ingolf, MAUG Ernst, KEMPER Johannes, *How Fundamental are Fundamental Values? Valuation Methods and their Impact on the Performance of German Venture Capitalists*, *European Financial Management* vol. 10, pp. 609-638 (cité : DITTMANN ET AL.).

DOHM Jürgen, *Les accords sur l'exercice du droit de vote de l'actionnaire : Étude de droit suisse et allemand*, thèse Genève 1971 (cité : DOHM, *Accords*).

DRUEY Jean Nicolas/DRUEY Eva/GLANZMANN Lukas, *Gesellschafts- und Handelsrecht*, 11^e éd., Zurich 2015 (cité : DRUEY ET AL.).

DU PASQUIER Shelby R./OBERSON Xavier, *La société en commandite de placements collectifs - Aspects juridiques et fiscaux*, RSDA 03/2007, pp. 207-223 (cité : DU PASQUIER/OBERSON).

DUPASQUIER Ulysse/HARI Olivier/HÉROLD Quentin, *Droit des sociétés en 2017 – rétrospective (et perspective)*, REPRAX 03/2018, pp. 89-101 (cité : DUPASQUIER ET AL.).

DURAND Audrey, *Questions choisies et aspects pratiques du crowdfunding*, GesKR 01/2018, pp. 21-31 (cité : DURAND, *Crowdfunding*).

DUTOIT Nicolas, L'avocat et la résolution des conflits – l'importance de l'orientation préalable, *Revue de l'avocat* 2019, pp. 65-71 (cité : DUTOIT, *Résolution des conflits*).

economiesuisse, *Code suisse de bonnes pratiques pour le gouvernement d'entreprise*, 29 février 2016 (cité : CSBP).

EGGEN Mirjam, *Was ist ein Token ?*, PJA 05/2018, pp. 558-567 (cité : EGGEN, *Token*).

EHRAT Felix R., *Herausforderung des Aktienrechts durch das Private-Equity-Modell*, in : Vogt Nedim Peter (édit.), *Unternehmen, Transaktion, Recht* :

liber amicorum für Rolf Watter zum 50. Geburtstag, Zurich 2008, pp. 177-196 (cité : EHRAT, *Private-Equity-Modell*).

EIGENMANN Antoine, *L'effectivité des sûretés mobilières – Étude critique en droit suisse au regard du droit américain et propositions législatives*, thèse Fribourg 2001 (cité : EIGENMANN, *Sûretés mobilières*).

EMCH Urs/RENZ Hugo/ARPAGAU Reto, *Das Schweizerische Bankgeschäft*, 7^e éd., Zurich 2011 (cité : EMCH ET AL.).

ENGEL Daniel R./WYDEN Marzel, Term Sheet, in : Münch Peter/Kasper Lehne Sabina/Probst Franz (édit.), *Schweizer Vertragshandbuch – Musterverträge für die Praxis*, 3^e éd., Bâle 2018 (cité : ENGEL/WYDEN).

ENGEL Pierre, *Contrats de droit suisse – Traité des contrats de la partie spéciale du Code des obligations, de la vente au contrat de société simple, articles 184 à 551 CO, ainsi que quelques contrat innomés*, 2^e éd., Berne 2000 (cité : ENGEL, *Contrats*).

ENZ Thomas/RAVARA Cesare, *Financement mezzanine – un instrument hybride prometteur*, Crédit Suisse Economic research, Economic briefings n° 42, Zurich 2006 (cité : ENZ/RAVARA).

ESSEBIER Jana/AUF DER MAUR Rolf, *Fidleg als Chance für die Schweiz als Crowdfunding-Standort*, Jusletter du 28 septembre 2015 (cité : ESSEBIER/AUF DER MAUR).

ESSEBIER Jana/BOURGEOIS Janique, *Die Regulierung von ICOs*, PJA 05/2018, pp. 568-579 (cité : ESSEBIER/BOURGEOIS).

ETIQUE Pierre-Olivier/VILLA Marco, in : FBT Avocats SA/Kellerhals Anwälte (édit.), *Loi sur les placements collectifs (LPCC) – Loi fédérale du 23 juin 2006 sur les placements collectifs de capitaux*, Berne 2012 (cité : ETIQUE/VILLA).

ETUDE WALDER WYSS, *Initial Coin Offerings in Switzerland – Newsletter October 2017* (cité : WALDER WYSS, *ICO*).
<https://www.walderwyss.com/publications/2146.pdf> (consulté le 27 juin 2019)

EVCA, *2014 European Private Equity Activity – Statistics on Fundraising, Investments and Divestments*, mai 2015 (cité : EVCA, *Private Equity*).
<http://www.investeurope.eu/media/385581/2014-european-private-equity-activity-final-v2.pdf> (consulté le 27 juin 2019)

FARINE Mathilde, *Ne dites plus « IPO », mais « ICO »*, LeTemps.ch, 11 juin 2017 (cité : FARINE, *ICO*).
<https://www.letemps.ch/economie/2017/06/11/ne-dites-plus-ipo-ico> (consulté le 27 juin 2019)

FAVRE Olivier/HUBLI Pascal/ELSENER Fabio, *Réglementation suisse des Initial Coin Offerings (ICOs)*, Newsletter Schellenberg Wittmer, Mars 2018 (cité : FAVRE ET AL.).

FAVROD-COUNE Pascal, *Crowdfunding – Analyse de droit suisse du financement participatif*, thèse Lausanne 2018 (cité : FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*).

FERBER Michael, *Crowdfunding beschäftigt Bundesbern*, NZZ du 9 novembre 2015, p. 24 (cité : FERBER, *Crowdfunding*).

FEUZ-RAMSEYER Andreas, *Premières expériences avec le nouveau droit de l'assainissement*, TREX 02/2016, pp. 87-89 (cité : FEUZ-RAMSEYER, *Assainissement*).

FISCHER Philipp, *Placement collectif ou société commerciale?*, CDBF.ch, 26 janvier 2011 (cité : FISCHER, *Placement collectif*).
<https://www.cdbf.ch/727/> (consulté le 27 juin 2019)

Fischer Willi/Drenckhan Helke/Gwelessiani Michael/Theus Simoni Fabiana (édit.), *Handbuch Schweizer Aktienrecht - Musterdokumente, Checklisten und Übersichten für die Praxis*, Bâle 2014.

FLEISCHER Holger/SCHNEIDER Stephan, *Shoot-out clauses in Partnerships and close corporations – an approach from comparative law and economic theory*, Max Planck Private Law Research Paper No. 11/13, Hambourg 2013 (cité : FLEISCHER/SCHNEIDER).

FOËX Benedict, *Contrat de gage mobilier*, in : Marchand Sylvain/Chappuis Christine/Hirsch Laurent (édit.), *Recueil de contrats commerciaux, Modèles en français et en anglais commentés selon le droit suisse*, Bâle 2013, pp. 1223-1255 (cité : FOËX, *Gage mobilier*).

FOËX Benedict, *La cédule hypothécaire de registre*, in : Schmidt Jürg (édit.), *Les servitudes et les cédules hypothécaires à la lumière des nouvelles dispositions du Code civil*, Zurich 2012, pp. 343-362 (cité : FOËX, *Cédule*).

FONTANET Robert-Pascal, *Quorum quand tu nous tiens, quorum je te tiens !*, in : swisNot (édit.), *Mélanges : contributions en droit commercial 2015*, Zurich 2015, pp. 71-92 (cité : FONTANET, *Quorum*).

FORSTMOSER Peter, *Die «grosse» Aktienrechtsreform – Übersicht und Gesamtwürdigung*, in : Rolf Watter (édit.), *Die «grosse» Schweizer Aktienrechtsrevision – Eine Standortbestimmung per Ende 2010*, Zurich 2010, pp. 1-54 (cité : FORSTMOSER, *Aktienrechtsreform*).

FORSTMOSER Peter, *Informations- und Meinungsäusserungsrechte des Aktionärs*, in : Druey Jean Nicolas/Forstmoser Peter (édit.), *Rechtsfragen um die Generalversammlung*, SZA 11, Zurich 1997, pp. 85-129 (cité : FORSTMOSER, *Informations*).

FORSTMOSER Peter, *Aktionärbindungsverträge*, in : Forstmoser Peter/Tercier Pierre/Zäch Roger (édit.), *Innominatverträge – Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schluep*, Zurich 1988, pp. 359-381 (cité : FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*).

FORSTMOSER Peter/KÜCHLER Marcel, *Aktionärbindungsverträge*, Zurich 2015 (cité : FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*).

FORSTMOSER Peter/KÜCHLER Marcel, *Schweizer Aktienrecht 2020 - Zum Stand der schweizerischen Aktienrechtsreform*, EF 01-02/2016, pp. 86-99 (cité : FORSTMOSER/KÜCHLER, *Schweizer Aktienrecht 2020*).

FREI Patrick, *Assessment and Valuation of high growth companies*, thèse Lausanne 2005 (cité : FREI, *Assessment*).

FREY Martin, *Investment Agreement – Rechtsfragen und Ausgestaltung*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity – Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA Musterverträge)*, Zurich 2011, pp. 101-146 (cité : FREY, *Investment agreement*).

FREY Martin/FISCHER Marc Pascal, *Die GmbH als Rechtsform für Private Equity Akquisitionsvehikel?*, GesKR 04/2010, pp. 533-538 (cité : FREY/FISCHER).

FREY/EGELI Raoul/FREIBURGHaus Markus/HARRER Maria, *Gestion de la petite entreprise – Gestion financière*, mai 2010 (cité : FREY ET AL.).
https://www.alexandria.unisg.ch/216471/2/Postfinance_ku_Mai10_f.pdf (consulté le 27 juin 2019)

FRICK Jürg, *Private Equity im Schweizer Recht*, thèse Zurich/St-Gall 2009 (cité : FRICK, *Private Equity*).

GABELLON Adrien/DELALOYE Ludivine, *Quelles solutions face à l'échec d'une expertise-arbitrage ?*, PJA 2018, pp. 617-623 (cité : GABELLON/DELALOYE).

Gallmann Robert/Gersbach Andreas (édit.), *Der Unternehmensjurist – Ein Handbuch für die Praxis*, Zurich 2016 (cité : GALLMANN/GERSBACH).

GANTENBEIN Pascal/FORRER Reto, *Bewertung unter Unsicherheit ? Herausforderungen bei der Bestimmung des Fair Values von Start-up Unternehmen*, ECS 11/2011, pp. 915-922 (cité : GANTENBEIN/FORRER).

GANTENBEIN Pascal/PEDERGNANA Maurice/ENGELHARDT Jens, *Le capital-risque en Suisse – Principaux résultats des années 1999 à 2009*, SECA Boolek 3, Fribourg 2010 (cité : GANTENBEIN ET AL.).

GAULIS Dimitri/MICHEL Jean-Tristan, *Les actions à droit de vote privilégié*, CEDIDAC vol. 50, Lausanne 2008, pp. 1-8 (cité : GAULIS/MICHEL).

GERHARD Frank, *Évaluation d'entreprise – Pertinence pour le conseiller juridique*, CEDIDAC vol. 86, Lausanne 2010, pp. 1-62 (cité : GERHARD, *Évaluation*).

GERHARD Frank, *L'exit vu au travers des yeux d'un fonds de private equity*, CEDIDAC vol. 81, Lausanne 2009, pp. 83-138 (cité : GERHARD, *Exit*).

GERHARD Frank, *Après le capital-risque ou une IPO, quel financement pour les biotechs ?*, Journal l'Agefi du 4 juin 2007, p. 18 (cité : GERHARD, *Après le capital-risque*).

GERHARD Frank, *Private investments in public equity (PIPE) – Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz*, GesKR 04/2006, pp. 286-307 (cité : GERHARD, *Private investments*).

GERICKE Dieter, *Aktienrechtsreform und Private Equity – Relevante Neuerungen und Lücken*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity V, Fundraising, Investition, Realisation, Reinvestition – Aktuelle Entwicklungen und Herausforderungen im Ökosystem Private Equity*, Zurich 2016, pp. 103-140 (cité : GERICKE, *Aktienrechtsreform*).

GERICKE Dieter, *Trade Sale-Exit*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity II – Rechtliche, steuerliche und regulatorische Aspekte von Buy-out bis Exit*, Zurich 2012, pp. 141-194 (cité : GERICKE, *Trade Sale*).

GERICKE Dieter, *Vorzugsrechte des Venture Capital-Investors*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity – Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA Musterverträge)*, Zurich 2011, pp. 101-146 (cité : GERICKE, *Vorzugsrechte*).

GERICKE Dieter, *Das Kapitalband* (E Art. 653s-653x OR), GesKR Sondernummer/2008, pp. 38-44 (cité : GERICKE, *Kapitalband*).

GERICKE Dieter/HEUBERGER Reto/FRICK Jürg, *Private Equity in Switzerland: Market and regulatory overview*, in : Practical Law Company (édit.), *Private Equity and Venture Capital Global Guide 2015/16* (cité : GERICKE ET AL., *Private Equity*).

GERICKE Dieter/ISLER Vanessa, *Private Equity-Fonds und –Gesellschaften: Regulierte und unregulierte Rechtsformen*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity III – Struktur und Regulierung von Private Equity-Fonds und -Fondsmanagern im Lichte des revidierten KAG und der AIFM-RL*, Europa Institut Zurich – vol. 143, Zurich 2013, pp. 7-54 (cité : GERICKE/ISLER).

GERICKE Dieter/MÜLLER Andreas/HÄUSERMANN Daniel/HAGMANN Nina, *Aktienrechtsentwurf 2016: Verbesserungen, aber auch Schwachstellen*, GesKR 01/2017, pp. 25-46 (cité : GERICKE ET AL., *Aktienrechtsentwurf 2016*).

GLANZMANN Lukas, *Rangrücktritt oder Nachrangvereinbarung?*, GesKR 01/2007, pp. 6-23 (cité : GLANZMANN, *Rangrücktritt*).

GLANZMANN Lukas, *Der Darlehensvertrag mit einer Aktiengesellschaft aus gesellschaftsrechtlicher Sicht*, thèse Berne 1996 (GLANZMANN, *Darlehensvertrag*).

GOBAT Sébastien, *Les monnaies virtuelles à l'épreuve de la LP – Questions choisies à l'exemple du bitcoin*, PJA 08/2016 1095-1105 (cité : GOBAT, *Monnaies virtuelles*).

GOOSSENS Thomas, *Distribution au public de placements collectifs étrangers – La FINMA désavouée par le Tribunal fédéral*, Journal L'Agefi - Indices, mai 2011, p. 14 (cité : GOOSSENS, *Distribution au public*).
http://www.bianchischwald.ch/media/uploads/PUBLICATIONS/Goossens%20Thomas/TG-A-E8-2011-LAgefi-Indice-Appel_au_public.pdf (consulté le 27 juin 2019)

GOOSSENS Thomas/KLADNY Pierre, *Start-up : mode d'emploi – du lancement à l'exit*, Conférence du Jeune Barreau, 9 décembre 2013 (cité : GOOSSENS/KLADNY).
<https://www.odage.ch/medias/documents/jeune-barreau/Conferences/Pr%C3%A9sentation%20Start-up.pdf> (consulté le 27 juin 2019)

GRIEDER Stefan/ESSEBIER Jana/TAROLLI Nadia, *Diskussionspapier Risikokapital in der Schweiz*, décembre 2013 (cité : GRIEDER ET AL., *Teil A ou B*).
<https://www.seco.admin.ch/dam/seco/fr/dokumente/Standortfoerderung/KMU->

Poli-
tik/Finanzierung%20der%20KMU/Studie%20Diskussionspapier%20Risikokapital
%20in%20der%20Schweiz.pdf (consulté le 27 juin 2019)

GRONER Roger, *Private Equity-Recht*, Berne 2007 (cité : GRONER, *Private Equity-Recht*).

GÜNTER Franke/KRAHNEN Jan-Pieter, *SME Funding Without Banks?*,
ZVglRWiss 2017, pp. 236-257 (cité : GÜNTER/KRAHNEN).

GWELESSIANI Michael/SCHINDLER Niels, *Commentaire pratique de
l'Ordonnance sur le registre du commerce*, 2^e éd., Zurich 2017 (cité : GWE-
LESSIANI/SCHINDLER).

HAAG Hendrik, *Die Finanzierung von KMUs in der EU-Kapitalmarkt-Union –
besser und billiger ohne Banken?*, ZVglRWiss 2017, pp. 258-268 (cité :
HAAG, *Finanzierung*).

HADAD David/MÜLLER Thomas/HENSELER David, *Der Vertrieb ausländi-
scher Private Equity-Fonds an qualifizierte Anleger in der Schweiz*, GesKR
01/2015, pp. 114-120 (cité : HADAD ET AL.).

HALDNER Felix, *Fonds- und Dachfondsstrukturen für Private Equity in der
Praxis Schweizer Anbieter*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity III –
Struktur und Regulierung von Private Equity-Fonds und -Fondsmanagern im
Lichte des revidierten KAG und der AIFM-RL*, Europa Institut Zurich – vol.
143, Zurich 2013, pp. 55-76 (cité : HALDNER, *Fonds- und Dachfondsstruktu-
ren*).

HANDSCHIN Lukas, *Das Eigenkapital als Risikoreserve*, in : Kunz Peter et
al. (édit.), *Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis*, Bâle 2009, pp. 71-83
(HANDSCHIN, *Eigenkapital*).

HÄNNI Lino, *La responsabilité des administrateurs hors de la faillite de la
société anonyme*, thèse Neuchâtel 2017 (cité : HÄNNI, *Responsabilité*).

HARI Olivier, *La revendication et la distraction d'office d'actifs dans une procédure d'insolvabilité : application des principes aux monnaies cryptographiques*, GesKR 04/2017, pp. 453-468 (cité : HARI, *Monnaies cryptographiques*).

HARI Olivier, *Droit des sociétés en 2016 – quo vadis ?*, REPRAX 02/2017, pp. 1-16 (cité : HARI, *Sociétés 2016*).

HARI Olivier, *Le squeeze-out d'actionnaires lors d'une fusion et d'une offre publique d'acquisition*, in Weber Rolf H. et al. (édit.), *Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts*, Zurich 2017, pp. 707-727 (cité : HARI, *Squeeze-out*).

HARI Olivier, *Le rôle du conseil d'administration dans les conflits entre actionnaires et dans le cadre des moyens de protection légaux à la lumière de quelques exemples pathologiques*, CEDIDAC vol. 99, Lausanne 2017, pp. 21-67 (cité : HARI, *Rôle du conseil d'administration*).

HARI Olivier, *La Chambre fiduciaire suisse modifie son modèle-type de convention de postposition*, CDBF.ch, 15 février 2012 (cité : HARI, *Postposition*). <https://www.cdbf.ch/791> (consulté le 27 juin 2019)

HARI Olivier, *Le droit à l'information et de participation des actionnaires d'une société anonyme dans une procédure d'assainissement ordinaire ou bancaire*, in : Foëx Benedict/Hirsch Lauren (édit.), *Transparence et secret dans l'ordre juridique : Liber Amicorum pour Me Vincent Jeanneret*, Genève 2010, pp. 93-106 (cité : HARI, *Droit à l'information*).

HARI Olivier/DUPASQUIER Ulysse, *Chaîne de blocs et Distributed Ledger Technology (DLT) : Panorama pédagogique technico-juridique et enjeux pour le juriste du XXIème siècle*, RDAI 05/2018, p. 423-447 (cité : HARI/DUPASQUIER).

HAYMANN Eric/REUTTER Thomas U., *Bedingtes Kapital für Mitarbeiteroptionen - Anmerkungen zu einigen praktischen Problemen*, ECS 08/2000, pp. 781-787 (cité : HAYMANN/REUTTER).

HÉRITIER LACHAT Anne, *Les conventions d'actionnaires : quelques exemples pratiques*, CEDIDAC vol. 69, Lausanne 2006, pp. 85-113 (cité : HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*).

HÉRITIER LACHAT Anne, *Les conventions d'actionnaires ou la face cachée de la lune*, in : Bellanger François et al. (édit.), *Le contrat dans tous ses états*, Berne 2004, pp. 101-124 (cité : HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*).

HÉRITIER LACHAT Anne/CHENAUX Jean-Luc, *Convention d'actionnaires*, in : Marchand Sylvain/Chappuis Christine/Hirsch Laurent (édit.), *Recueil de contrats commerciaux, Modèles en français et en anglais commentés selon le droit suisse*, Bâle 2013, pp. 1049-1096 (cité : HÉRITIER LACHAT/CHENAUX).

HERZOG Thomas, *Kauf und Verkauf von KMU in der Schweiz – Ein Leitfaden*, Zurich 2013 (cité : HERZOG, *Kauf und Verkauf*).

HESS Martin/FRIEDRICH Alain, *Das neue Bucheffektengesetz (BEG) – Hinweise auf Grundlagen und praktische Auswirkungen*, GesKR 02/2008, pp. 98-118 (cité : HESS/FRIEDRICH).

HESS Martin/MOSIMANN Michael/LIENHARD Stephanie, *Initial Coin Offering (ICO) & CO – A Swiss Law Perspective*, in : Wenger & Vieli (édit.), *Spotlight – August 2017* (cité : HESS ET AL.).
[http://www.wengervieli.ch/getattachment/3237d5af-0a8a-4b54-b7ef-cace021e9b22/Initial-Coin-Offering-\(ICO\)-Co-%E2%80%93-A-Swiss-Law-Persp.aspx](http://www.wengervieli.ch/getattachment/3237d5af-0a8a-4b54-b7ef-cace021e9b22/Initial-Coin-Offering-(ICO)-Co-%E2%80%93-A-Swiss-Law-Persp.aspx) (consulté le 27 juin 2019)

HESS Martin/SPIELMANN Patrick, *Cryptocurrencies, Blockchain, Handelsplätze & Co. Digitalisierte Werte unter Schweizer Recht, I, II, III*, in : Reutter Thomas U./Werlen Thomas (édit.), *Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XII*, Zurich 2017, pp. 145-202 (cité : HESS/SPIELMANN).

HETTICH Peter, *Finanzierungsquellen für KMU im Zeitalter von Crowdfunding*, GesKR 03/2013, pp. 386 – 397 (cité : HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*).

HOFFER Marcel A., *Finanzierung von Start-up-Unternehmen – Entwicklung einer Struktur der mehrdimensional-segmentierten Start-up-Markts*, Master Thesis, Zurich 2014 (cité : HOFFER, *Start-up*).

HOFFSTETTER Matthieu, *Vers quels secteurs vont les fonds de capital risque ?*, Bilan.ch, 24 juillet 2015 (cité : HOFFSTETTER, *Secteurs*).
<http://www.bilan.ch/argent-finances-plus-de-redaction/vers-secteurs-fonds-de-capital-risque> (consulté le 27 juin 2019)

HOFSTETTER Philipp/STEINBRECHER Bengt, *Wachstumsfinanzierung bei KMU*, ECS 11/2003, pp. 935-940 (cité : HOFSTETTER/STEINBRECHER).

HÖHN Jakob, *Einführung in die rechtliche Due Diligence - mit Musterdokumenten für die vorvertragliche Phase des Unternehmenskaufs*, Zurich 2003 (cité : HÖHN, *Due Diligence*).

HOLD Michael, *Das kapitalersetzendes Darlehen im schweizerischen Aktien- und Konkursrecht*, thèse St-Gall 2000 (cité : HOLD, *Kapitalersetzendes Darlehen*).

HONGLER Peter, *Hybride Finanzierungsinstrumente im nationalen und internationalen Steuerrecht der Schweiz*, thèse Zurich 2012 (cité : HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*).

Honsell Heinrich/Vogt Nedim P./Watter Rolf (édit.), *Basler Kommentar – Obligationenrecht II*, Art. 530-964 OR, 5^e éd., Bâle 2016 (cité : BSK OR II-AUTEUR, Art. x N y).

Honsell Heinrich/Vogt Nedim P./Wiegand Wolfgang, *Basler Kommentar – Obligationenrecht I*, Art. 1-529 O, 6^e éd., Bâle 2015 (cité : BSK OR I-AUTEUR, Art. x N y).

HOSTETTLER Marcel, *Cherche successeur. Avez-vous pensé au capital-investissement ?*, in : Daniel Lengauer, Giordano Rezzonico (édit.), *Perspectives et risques de nouveautés juridiques 2011/2012*, Zurich 2012, pp. 36-43 (cité : HOSTETTLER, *Cherche successeur*).

HOUDROUGE Tarek/AH CHOON Jean Jacques/MARAIA Jean-Frédéric, *Libertés et limites en matière de créance d'actionnaires*, Not@lex 01/2017, pp. 1-15 (cité : HOUDROUGE ET AL.).

HUBER Thomas/BÖHLER Christian, *Externe Berichterstattung und Corporate Governance von Private Equity Funds*, ECS 11/2003, pp. 1000-1006 (cité : HUBER/BÖHLER).

HULMANN Yves, *Quand les investisseurs doivent convaincre les start-up*, LeTemps.ch, 6 octobre 2016 (cité : HULMANN, *Start-up*).
<https://www.letemps.ch/economie/investisseurs-doivent-convaincre-startup> (consulté le 27 juin 2019)

HÜNERWADEL Patrick/TRANCHET Marcel, *Akquisitionsfinanzierungen*, in : Oertle Matthias et al. (édit.), *Finanzierung als Erfolgsfaktor bei Akquisitionen*, Zurich/St-Gall, 2010, pp. 360-379 (cité : HÜNERWADEL/TRANCHET).

HÜTTICHE Tobias, *Évolutions dans l'évaluation des PME*, ECS 12/2014, pp. 1140-1145 (cité : HÜTTICHE, *Évolutions*).

HUW Jones, *Gibraltar moves ahead with world's first initial coin offering rules*, Reuters.com, 9 février 2018 (cité : HUW, *Gibraltar*).
<https://www.reuters.com/article/us-gibraltar-markets-cryptocurrencies/gibraltar-moves-ahead-with-worlds-first-initial-coin-offering-rules-idUSKBN1FT1YN> (consulté le 27 juin 2019)

IFFLAND Jacques, *Le rachat d'actions propres*, GesKR Sondernummer/2008, pp. 52-54 (cité : IFFLAND, *Rachat*).

IMHOOS Christophe, *Les liens nouveaux entre la médiation et l'arbitrage en particulier dans les différends issus des relations du commerce international*, CEDIDAC vol. 78, Lausanne 2008, pp. 97-138 (cité : IMHOOS, *Médiation*).

ISLER Thomas/MÜLLER Thomas, *Switzerland*, in : McLean Angus/Miller Penny (édit.), *Getting the deal through – Fintech*, Londres 2017, pp. 123-129 (cité : ISLER/MÜLLER).

JACCARD Michel, *Le « privilège de liquidation » en cas de revente des titres : affaire de notaire ou affaire d'actionnaires ?*, in : swisNot (édit.), *Mélanges : contributions en droit commercial 2015*, Zurich 2015, pp. 59-70 (cité : JACCARD, *Privilège de liquidation*).

JACCARD Michel, *Des contrats modèles pour financer rapidement les startups?*, Bilan.ch, 7 janvier 2014 (cité : JACCARD, *Contrats modèles*).
https://www.bilan.ch/opinions/michel-jaccard/des_contrats_modeles_pour_financer_rapidement_les_startups_ (consulté le 27 juin 2019)

JACCARD Michel/BARUH Erol, *Capital-risque et financement par étapes (staged financing)*, GesKR 03/2007, pp. 280-287 (cité : JACCARD/BARUH).

JACQUEMOUD Philippe/AUBERSON Camille, *L'escape clause dans les ventes d'actions nominatives liées: Réflexions sur l'achat d'actions propres et la valeur réelle*, GesKR 03/2014, pp. 358-375 (cité : JACQUEMOUD/AUBERSON).

JEANDIN Etienne, *Chroniques notariales*, Zurich 2012 (cité : JEANDIN, *Chroniques*).

JEANNERET Yvan/HARI Olivier, *Art. 165 CP*, in : Macaluso Alain/Queloz Nicolas/Moreillon Laurent/Roth Robert (édit.), *Commentaire romand CP I et CP II*, Bâle 2017 (cité : JEANNERET/HARI).

KALAMIAN Nadine/BLITZ Marina/ BOUDART Anne-Marie/HOGE Fabienne, *Le droit collaboratif : une alternative pour résoudre les litiges familiaux*, Dossier de presse, Bruxelles octobre 2013 (cité : KALAMIAN ET AL.)
https://www.justice-en-ligne.be/IMG/doc/nka--2013-10-19--droitcollaboratif_ddp_def.doc (consulté le 27 juin 2019).

KARAMETAXAS Xenia, *Le droit de vote comme moyen pour renforcer la gouvernance d'entreprise*, in Heckendorn Urscheler Lukas/Topaz Druckman Karen (édit.), *Les difficultés économiques en droit*, Partie VI, pp. 275-292 (cité : KARAMETAXAS, *Gouvernance*).

KÄSER Christoph, *Statutarische Gestaltungsmöglichkeiten bei AG und GmbH*, in : Schmidt Jürg (édit.), *Gesellschaftsrecht und Notar – La société au fil du temps*, Zurich 2016, pp. 87-106 (cité : KÄSER, *AG und GmbH*).

KASERER Christoph/ACHLEITNER Ann-Kristin, *Mezzaninkapital auf dem Weg zum Standardprodukt*, ECS 11/2007, pp. 823-827 (cité : KASERER/ACHLEITNER).

KLÄY Hanspeter, *Die Vinkulierung*, thèse Bâle 1997 (cité : KLÄY, *Vinkulierung*).

KOGENS Ronald, *Starting an Initial Token Offering (ITO, also called Initial Coin Offering or ICO) – Things to consider*, Froriep (édit.), 2017 (cité : KOGENS, *ITO*).

<http://blog.froriep.com/en/starting-an-initial-token-offering-ito-initial-coin-offering-things-to-consider> (consulté le 27 juin 2019)

KOGENS Ronald/LUCHSINGER GÄHWILER Catrina, *Token als Erklärungsträger für Forderungs- und Mitgliedschaftsrechte*, Jusletter du 17 Décembre 2018 (cité : KOGENS/LUCHSINGER GÄHWILER).

KOLB Patrick/VOLKART Rudolf, *Kapitalbeschaffung mittels Wandelanleihen – Zahlreiche Gründe sprechen für diese Mischform von Eigen- und Fremdkapital*, ECS 03/2003, pp. 961-968 (cité : KOLB/VOLKART).

KÖSTER Oliver/REPETZ Sebastian, *IFRS 16 – Der neue Leasingstandard: Fluch oder Segen für den Schweizer Markt ?*, EF 09/2016, pp. 645-65 (cité : KÖSTER/REPETZ).

KRAMER Stefan/OSER David/MEIER Urs, *Tokenisierung von Finanzinstrumenten de lege ferenda Unter besonderer Berücksichtigung von nicht kotierten Aktien*, Jusletter 6 mai 2019 (cité : KRAMER ET AL.)

KÜHNI Beat, *Exitregelungen in Venture Capital / Private Equity Finanzierungen – Ausgestaltung, Durchsetzung und Schranken*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity – Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments*

(auf Grundlage der SECA Musterverträge), Zurich, pp. 147-230 (cité : KÜHNI, *Exitregelungen*).

KUNZ Peter V., *Crowdfunding*, Jusletter du 25 août 2014 (cité : KUNZ, *Crowdfunding*).

KUNZ Peter V., *Unternehmensfinanzierung sowie Konzernfinanzierung*, in : Kunz Peter/Jörg Florian S./Arter Olivier (édit.), *Entwicklungen im Gesellschaftsrecht V*, Berne 2010, pp. 45-102 (cité : KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*).

KUNZ Peter V., *Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht*, Berne 2001 (cité : KUNZ, *Minderheitenschutz*).

LADNER Thomas, *US-Rechtssystem: Grosse Risiken für Unternehmer*, Handelszeitung.ch, 28 juillet 2004 (cité : LADNER, *Unternehmer*).
<http://www.handelszeitung.ch/unternehmen/us-rechtssystem-grosse-risiken-fuer-unternehmer> (consulté le 27 juin 2019)

LANG Theodor, *Die Durchsetzung des Aktionärbindungsvertrag*, thèse Bâle 2003 (cité : LANG, *Durchsetzung*).

LANGER Matthias, *Liechtenstein : Elysium für Krypto und Blockchain basierte Unternehmen?*, RF 72/2017, pp. 846-851 (cité : LANGER, *Krypto*).

LAUTENBACH-KOCH Annegret/MEIER-MAZZUCATO Giorgio, *Aspects juridiques du calcul de la valeur d'une entreprise et du calcul de la valeur d'une entreprise dans le cadre du régime matrimonial*, TREX 06/2016, pp. 357-364 (cité : LAUTENBACH-KOCH/MEIER-MAZZUCATO).

LAZOPOULOS Michael, *Interessenkonflikte und Verantwortlichkeit des fiduziarischen Verwaltungsrates*, Zurich 2004 (cité : LAZOPOULOS, *Interessenkonflikte*).

LE MOIGNE Rémy, *Supply chain management – Achat, production, logistique, transport, vente*, 2^e éd., Paris 2017 (cité : LE MOIGNE, *Supply chain management*).

LEBRET Hervé, *Start-Up, Equity in start-ups – A Case Study and some data*, EPFL.ch, novembre 2008 (cité : LEBRET, *Start-up*).
<http://documents.epfl.ch/users/l/le/lebre/www/Equity%20Split%20Study-Nov08-HL.pdf> (consulté le 27 juin 2019)

LECLERCQ Didier, *Les conventions de cession d'actions – Analyse juridique et conseils pratique de rédaction*, Bruxelles 2009 (cité : LECLERCQ, *Cession*).

LEDERMANN Bernard, *Financement des PME en croissance ou en phase de transmission*, Lausanne 2009 (cité : LEDERMANN, *Financement des PME*).
http://www.petitsdejeuners-vaud.ch/fileadmin/user_upload/Petits_dejeuners/20090911_presentation_bernard-ledermann-credit-suisse.pdf (consulté le 27 juin 2019)

LEIS Diego/JACCARD Michel, *Enseignements pratiques pour la rédaction de conventions d'actionnaires*, CEDIDAC vol. 99, Lausanne 2017, pp. 129-144 (cité : LEIS/JACCARD).

LÉVY Alain Bruno, *Convention de postposition*, in : Marchand Sylvain/Chappuis Christine/Hirsch Laurent (édit.), *Recueil de contrats commerciaux, Modèles en français et en anglais commentés selon le droit suisse*, Bâle 2013, pp.1299-1314 (cité : LÉVY, *Postposition*).

LÉVY Cinthia, *La médiation commerciale en Suisse*, in : GEMME Europe (édit.), *La médiation, un chemin de paix pour la justice en Europe*, Paris 2015, pp. 211-223 (cité : LÉVY, *Médiation commerciale*).

LIEBI Martin, *Private Investments in Public Equity (PIPEs), Recht - Corporate Finance - Economics - Trading*, Zurich 2017 (cité : LIEBI, *PIPEs*).

LIEBI Martin, *Vorzugsaktien – Eine Darstellung nach gesellschaftsrechtlichen, bilanzierungsrechtlichen und steuerrechtlichen Gesichtspunkten*, Zurich/St-Gall 2008 (cité : LIEBI, *Vorzugsaktien*).

LOMBARD Arnaud/SOUTHAM-LINGJAERDE Anne/DE LUCIA Colette/HEINZER Jean-Baptiste, *GENILEM et BISANGE – La création et le financement d'entreprises innovantes*, in : Pasquier-Dorthe et al. (édit.), *Private Equity et Microfinance*, Zurich 2004, pp. 111-127 (cité : LOMBARD ET AL.).

LOMBARDINI Carlo, *Droit bancaire suisse*, 2^e éd., Zurich 2008 (cité : LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*).

LOMBARDINI Carlo, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, Zurich 2012 (cité : LOMBARDINI, *Protection*).

LUKAS André, *Bewertung und Selektion von Hightech-Start-ups durch Venture Capital-Gesellschaften und Business Angel - Eine empirische Untersuchung*, SECA Booklet Nr. 2, Fribourg 2009 (cité : LUKAS, *Bewertung*).

MAAG Harald, § 74 *Kapitalerhöhung (ordentlich, genehmigt und bedingt)*, in : FISCHER ET AL., *Handbuch Schweizer Aktienrecht*, Bâle 2014 (cité : MAAG, *Kapitalerhöhung*).

Macaluso Alain/Moreillon Laurent/Queloz Nicolas (édit.), *Commentaire romand – Code pénal II*, Bâle 2017 (cité : CR CP II-AUTEUR, art. x N y).

MARCHAND Sylvain, *Précis de droit des poursuites*, 2^e éd., Zurich 2013 (cité : MARCHAND, *Droit des poursuites*).

MARCHAND Sylvain, *Droit de la consommation – Le droit suisse à l'épreuve du droit européen*, Genève/Zurich/Bâle 2012 (cité : MARCHAND, s).

MARCHAND Sylvain, *Clauses de sortie dans les contrats de joint venture*, in : Trindade et al. (édit.), *Économie Environnement Éthique – De la responsabilité sociale et sociétale*, Zurich 2009, pp. 237-244 (cité : MARCHAND, *Clauses de sortie*).

MARCHAND Sylvain, *Le leasing immobilier – un contrat pluriel*, in : Foëx Benedict (édit.), *Droit de superficie et leasing immobilier : deux alternatives au transfert de propriété*, Genève 2009 (cité : MARCHAND, *Leasing*).

MARCHAND Sylvain, *Clauses contractuelles – du bon usage de la liberté contractuelle*, Bâle 2008 (cité : MARCHAND, *Clauses contractuelles*).

Marchand Sylvain/Chappuis Christine/Hirsch Laurent (édit.), *Recueil de contrats commerciaux, Modèles en français et en anglais commentés selon le droit suisse*, Bâle 2013.

MARTIN Françoise, *Sociétés anonymes de famille – Structure, maintien et optimisation de la détention de capital*, 2^e éd., Zurich 2013 (cité : MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*).

MASON Colin/STARK Matthew, *What do Investors look for in business plan? – A comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels*, International Small Business Journal, vol. 22(3), Londres 2004, pp. 227-248 (cité : MASON/STARK).

MAUCHLE Yves, *Die regulatorische Antwort auf FinTech: Evolution oder Revolution? Eine Verortung aktueller Entwicklungen*, RSDA 06/2017, pp. 810-830 (cité : MAUCHLE, *FinTech*).

MAURISSE Marie, *Comment financer sa start-up ?*, PME.ch, 31 août 2017 (cité : MAURISSE, *Start-up*). <https://www.pme.ch/actualites/2017/08/31/financer-startup> (consulté le 27 juin 2019)

MEIER-HAYOZ Arthur †/FORSTMOSER Peter, *Droit suisse des sociétés, avec mise à jour 2015*, éd. française par Iordanov Peter, Berne 2015 (cité : MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER).

MEISTER Thomas, *Hybride Finanzierungsinstrumente und -vehikel im grenzüberschreitenden Verhältnis*, ASA 70/2001-2002, n° 3, pp. 97-133 (cité : MEISTER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*).

MENÉTREY Sylvain, *Problème : les start-up romandes doivent s'exiler pour grandir*, PME Magazine, 11 mars 2012 (cité : MENÉTREY, *Problème*).

MESCHKOWSKI Alexander/WILHELMI Frederike K., *Investorenschutz im Crowdfunding*, BB 24/2013, pp. 1411-1418 (cité : MESCHKOWSKI/WILHELMI).

MEYER Tobias, *Kapitalschutz als Selbstzweck?*, GesKR 03/2008, pp. 220-234 (cité : MEYER, *Kapitalschutz als Selbstzweck?*).

MICHELETTI Fulvio, *Unternehmensfinanzierung im Konjunkturzyklus*, TREX 04/2010, pp. 230-232 (cité : MICHELETTI, *Unternehmensfinanzierung*).

MIGNON Vincent, *Le « [B]itcoin », un nouveau défi pour le juriste suisse ?*, Jusletter du 4 mai 2015 (cité : MIGNON, *Bitcoin*).

MIRIMANOFF Jean A./WEIL-GUTHMANN Michèle, *La médiation dans le contexte des conflits entre actionnaires*, CEDIDAC vol. 99, Lausanne 2017, pp. 69-128 (cité : MIRIMANOFF/WEIL-GUTHMANN).

MME, *Conceptual Framework for Blockchain Crypto Property (BCP)*, 27 septembre 2017 (cité : MME, *Blockchain*).
https://www.mme.ch/fileadmin/files/documents/Publikationen/170927_Magazinbeitrag_BCP_Genesis_Version.pdf (consulté le 27 juin 2019)

MOLO Giovanni/DRZALIC Jana, *Können Kryptowährungen compliant sein ?*, PJA 01/2019, pp. 40-57 (cité : MOLO/DRZALIC).

MORRIS Evan B., *3Q 2017 PitchBook Fintech Analyst Note : ICOs*, 21 juillet 2017 (cité : MORRIS, *Pitchbook*).
<https://pitchbook.com/news/reports/3q-2017-pitchbook-fintech-analyst-note-icos> (consulté le 27 juin 2019)

MÜLLER Christoph, *Contrats de droit suisse*, Berne 2012 (cité : MÜLLER, *Contrats*).

MÜLLER Hans-Ulrich, *Was können KMU von den Banken im härter gewordenen Umfeld erwarten?*, ECS 06-07/2003, pp. 453-462 (pp. MÜLLER, *Härter gewordenen Umfeld*).

MÜLLER Karin, *Eigenkapitalersetzende Darlehen – Dogmatische Grundlagen und praktische Konsequenzen*, thèse Berne 2015 (cité : MÜLLER, *Eigenkapitalersetzende Darlehen*).

MÜLLER Karin, *Unternehmensrecht I – Gründung und Aufbau, Sanierung und Liquidation*, 2^e éd., Zurich 2013 (cité : MÜLLER, *Unternehmensrecht*).

MÜLLER Lukas/STOLTZ Thomas/KALLENBACH Tobias A., *Liberierung des Aktienkapitals mittels Kryptowährung - Eignen sich Bitcoins und andere Kryptowährungen zur Kapitalaufbringung?*, PJA 11/2017, pp. 1318-1332 (cité : MÜLLER ET AL., *Kryptowährung*).

MÜLLER Roland, *Der Aktionärbindungsvertrag*, TREX 01/1998, pp. 4-7 (cité : MÜLLER, *Aktionärbindungsvertrag*).

MÜLLER Roland/BIEDERMANN Kathrin, *Der Aktionärbindungsvertrag als Unterstützungsmassnahme bei der Nachfolge- und Nachlassregelung*, PJA 06/2015, pp. 885-895 (cité : MÜLLER/BIEDERMANN).

MÜLLER Roland/LIPP Lorenz/PLÜSS Adrian, *Der Verwaltungsrat – Ein Handbuch für Theorie und Praxis*, 4^e éd., Zurich 2014 (cité : MÜLLER ET AL., *Verwaltungsrat*).

MÜLLER Thomas/ISLER Michael/LÖTSCHER Matthias, *FinTech Regulation: Amendment to the banking ordinance to be implemented per 1 August 2017*, in : Walder Wyss (édit.), *Newsletter No. 118*, (cité : MÜLLER ET AL., *FinTech*). <https://www.walderwyss.com/publications/2092.pdf> (consulté le 27 juin 2019)

MÜLLER Vaïk/MIGNON Vincent, *La qualification juridique des tokens : aspects réglementaires*, GesKR 04/2017, pp. 486-494 (cité : MÜLLER/MIGNON).

MÜLLER-KÄNEL Oliver, *Mezzanine Finance - Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung*, 3^e éd., Zurich 2009 (cité : MÜLLER-KÄNEL, *Mezzanine*).

NAZARENO Dominic, *Initial Coin Offering und die damit verbundenen Steuerfolgen – Finanzierung von Blockchain-Unternehmen*, EF 03/2018, pp. 198-203 (cité : NAZARENO, *Initial Coin Offering*).

NIETSCH Michael/EBERLE Nicolas, *Grundsatzfragen der Regulierung internetgestützter Alternativ-Finanzierungen (Online Alternative Finance) unter*

Berücksichtigung der Entwicklungen in Großbritannien und den Vereinigten Staaten, ZVglRWiss 02/2017, pp. 205-229 (cité : NIETSCHE/EBERLE).

OBERSON Xavier, *Le bouclier fiscal est essentiel afin d'éviter l'imposition confiscatoire*, LeTemps.ch, 14 septembre 2018 (cité : OBERSON, *Bouclier fiscal*).

<https://www.letemps.ch/economie/bouclier-fiscal-essentiel-afin-deviter-limposition-confiscatoire> (consulté le 27 juin 2019)

OECD, *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*, Paris 2004 (cité : OECD, *Venture Capital*).

PASSARDI Marco, *Questions d'actualité sur la présentation des comptes - Comptabilisation au bilan des opérations de leasing et correction d'erreurs*, TREX 01/2019, pp. 27-29 (cité : PASSARDI, *Leasing*).

PETER Henry, *Bons de participation, bon de jouissance et actions à droit de vote privilégié*, CEDIDAC vol. 23, Lausanne 1993, pp. 319-353 (cité : PETER, *Bons de participation*).

PETER Henry/JACQUEMET Guillaume, *Modalités et limites des privilèges concessibles aux actionnaires et fondateurs*, in : Schmidt Jürg (édit.), *Gesellschaftsrecht und Notar – La société au fil du temps*, Zurich 2016, pp. 171-211 (cité : PETER/JACQUEMET).

PHILIPPIN Edgar/LOEPFE Nicolas, *Zusicherungen und Garantien zugunsten von Investoren im Rahmen einer Finanzierungsrunde*, RSDA 03/2016, pp. 295-301 (cité : PHILIPPIN/LOEPFE).

PHILIPPIN Edgar/ROUVINEZ Julien, *Contrat de cautionnement*, in : Marchand Sylvain/Chappuis Christine/Hirsch Laurent (édit.), *Recueil de contrats commerciaux, Modèles en français et en anglais commentés selon le droit suisse*, Bâle 2013, pp. 1193-1222 (cité : PHILIPPIN/ROUVINEZ).

PLANCADE Joan, *Levées de fonds : dans la peau d'un business angel*, Bilan.ch, 1^{er} novembre 2017 (cité : PLANCADE, *Levée de fonds*).

https://www.bilan.ch/finance/levees_de_fonds_dans_la_peau_d_un_business_angel (consulté le 27 juin 2019)

POGGIO Karin/ZIHLER Florian, *Entwurf zur Revision des Aktienrechts als dritter Meilenstein*, EF 01-02/2017, pp. 1-13 (cité : POGGIO/ZIHLER).

POLETTI Martin/MILLER Kaisa/EGGLER Patric/BODEMANN Clara, *Überlegungen zur steuerlichen Behandlung des Crowdfundings in der Schweiz*, RF 71/2016, pp. 820-838 (cité : POLETTI ET AL.).

POSKRIAKOV Fedor, *Crowdlending – swiss regulatory reigme – Quo vadis?*, Jusletter du 31 mars 2017 (cité : POSKRIAKOV, *Crowdlending*).

PRATTER Kirsten/EICHENBERGER Oliver, *Steuerliche Aspekte der Unternehmensfinanzierung mittels hybrider Darlehen aus schweizerischer Sicht*, RF 66/2011, pp. 650-656 (cité : PRATTER/EICHENBERGER).

RAPP Jean-Marc, *Jurisprudence 2011 en droit commercial*, CEDIDAC vol. 90, Lausanne 2013, pp. 191-206 (RAPP, *Droit commercial 2011*).

RAPP Jean-Marc, *Droit à l'information de l'actionnaire*, CEDIDAC vol. 43, Lausanne 2001, pp. 61-82 (cité : RAPP, *Droit à l'information*).

REICHMUTH Patricia/VON DER CRONE Hans Caspar, *Crowdlending als bewilligungspflichtige Entgegennahme von Publikumseinlagen, Bundesgerichtsurteil 2C_352/2016 vom 9. Dezember 2016*, RSDA 02/2017, pp. 253-268 (cité : REICHMUTH/VON DER CRONE).

REISER Nina, *Ist der Bankbegriff im Lichte aktueller technologischer Entwicklungen noch zeitgemäss?*, PJA 07/2018, pp. 811-824 (cité : REISER, *Bankbegriff*).

REY Heinz, *Die Behandlung des Factoringvertrages im schweizerischen Recht*, in : Kramer Ernst A. (édit.), *Neue Vertragsformen der Wirtschaft : Leasing, Factoring, Franchising*, 2^e éd., Berne/Stuttgart/Vienne 1992, pp. 289-331 (cité : REY, *Behandlung*).

REHM Christian, *Projektfinanzierung nach schweizerischem Recht*, thèse Zurich 2002 (cité : REHM, *Projektfinanzierung*).

RIFFELMACHER Martin, *Erfolgreiche Zusammenarbeit von Business Angels und Start-Ups in der Schweiz*, thèse Zurich 2006 (cité : RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*).

RIGO Stéphane, *Prêt partiaire, prêt de tiers ou société simple?*, RF 68/2013, pp. 113-117 (cité : RIGO, *Prêt partiaire*).

Roberto Vito/Trüeb Hans Rudolf (édit.), *Handkommentar zum Schweizer Privatrecht : Personengesellschaften und Aktiengesellschaft – Vergütungsverordnung, Art. 530-771 OR – VegüV*, Zurich 2016 (cité : CHK OR-AUTEUR, art. x N y).

ROGERS Everett M., *Diffusion of Innovation*, 3^e éd., New York 1983 (cité : ROGERS, *Diffusion of Innovation*).

ROTH PELLANDA Katja, *Organisation des Verwaltungsrates – Zusammensetzung, Arbeitsteilung, Information und Verantwortlichkeit*, Zurich/St-Gall 2008 (cité : ROTH PELLANDA, *Organisation*).

RÖTHELI Andreas, *Go-Shop-Vereinbarungen, Going Private durch LBO, R&W-Versicherungen, Bond-Finanzierung und weitere Themen und Trends in Private Equity-Transaktionen*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity IV – Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder*, Zurich 2014, pp. 99-124 (cité : RÖTHELI, *Private Equity-Transaktionen*).

RÖTHELI Andreas/KÜHNI Beat/GEY Felix/KACZMARCZYK Dominik, *Switzerland*, in : Cogut Casey/Curbow William (édit.), *Getting the deal through – Private Equity in 29 jurisdictions worldwide*, Londres 2014, pp. 296-302 (cité : RÖTHELI ET AL.).

ROUILLER Nicolas, *International Business Law – An introduction to the legal instruments and to legal environment of business from an international perspective*, Zurich 2015 (cité : ROUILLER, *International Business Law*).

ROUILLER Nicolas/BAUEN Marc/BERNET Robert/LASSERE ROUILLER Colette, *La société anonyme suisse*, 2e éd., Zurich 2017 (cité : ROUILLER ET AL.).

RUFFNER Markus, *Aktive Grossaktionäre : neue Herausforderungen für das Aktienrecht*, in : Kellerhals Andreas (édit.), *Aktuelle Fragen zum Wirtschaftsrecht: Zur Emeritierung von Walter R. Schluep*, Zurich 1995, pp. 233-286 (cité : RUFFNER, *Aktive Grossaktionäre*).

RÜTTER Josef/ZWYSSIG Kilian, *Les conventions d'actionnaires*, TREX 03/2010, pp. 146-148 (cité : RÜTTER/ZWYSSIG).

SCHENKER Urs, *Versicherung von Gewährleistungsrisiken*, in : Tschäni Rudolf (édit.), *Mergers & Acquisitions XIX*, Zurich 2017, pp. 243-278 (cité : SCHENKER, *Versicherung*).

SCHLEIFFER Patrick/REINWALD Urs/SCHÄRLI Patrick, *Der Vertrieb von Private Equity-Fonds unter dem revidierten Kollektivanlagengesetz*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity III – Struktur und Regulierung von Private Equity-Fonds und -Fondsmanagern im Lichte des revidierten KAG und der AIFM-RL*, Europa Institut Zurich – vol. 143, Zurich 2013, pp. 133-185 (cité : SCHLEIFFER ET AL.).

SCHNEUWLY Andreas, *Crowdfunding aus rechtlicher Sicht*, PJA 12/2014, pp. 1610-1626 (cité : SCHNEUWLY, *Crowdfunding*).

SCHNEUWLY Andreas/MEINRAD Vetter, *Der Stichentscheid des Vorsitzenden der Generalversammlung ist unzulässig*, GesKR 03/2017, pp. 266-280 (cité : SCHNEUWLY/MEINRAD).

SCHÖNKNECHT Florian, *Der Einlagebegriff nach Bankengesetz*, GesKR 03/2016, pp. 300-319 (cité : SCHÖNKNECHT, *Einlagebegriff*).

SCHÜPBACH Henri-Robert, *Le leasing immobilier*, RNRF 64/1983, pp. 193-223 (cité : SCHÜPBACH, *Leasing immobilier*).

Schweizerische Kammer Wirtschaftsprüfer Steuerexperten (édit.), *Manuel suisse d'audit – Tome « Tenue de la comptabilité et présentation des comptes »*, Zurich 2014 (cité : Manuel suisse d'audit).

SECA, *Investment Agreement with Annotations*, 3^e éd., septembre 2018 (cité : SECA, *Investment agreement*).

<https://www.seca.ch/getattachment/9280ec1c-32c9-4923-89fa-a980cb506af3/large-Investment-Agreement-with-Annotations.aspx> (consulté le 27 juin 2019)

SECA, *Investment Agreement “light” with Annotations*, juin 2018 (cité : SECA, *Investment agreement “light”*).

<https://www.seca.ch/getattachment/ff9619d8-67ec-49bd-8730-b4db7acaef5e/light-Investment-Agreement-with-Annotations.aspx> (consulté le 27 juin 2019)

SECA, *Shareholders agreement with Annotations*, 3^e éd., septembre 2018 (cité : SECA, *Shareholders agreement*).

<https://www.seca.ch/getattachment/77167553-7765-4d85-a4eb-2aa125ca04dc/large-Shareholders-Agreement-with-Annotations.aspx> (consulté le 27 juin 2019)

SECA, *Shareholders agreement “light” with Annotations*, juin 2018 (cité : SECA, *Shareholders agreement “light”*).

<https://www.seca.ch/getattachment/f9a615c2-b88c-4670-9146-777a03c0fe80/light-Shareholders-Agreement-with-Annotations.aspx> (consulté le 27 juin 2019)

SECA, *Yearbook 2016*, Zoug 2016 (cité : SECA, *Yearbook 2016*).

SEFFINGA Jan/GROSSI Marco/BACHMANN Andreas/HEDIGER Thierry, *Blockchain in der Praxis*, EF 11/2017, pp. 811-820 (cité : SEFFINGA ET AL.).

SERVATIUS Wolfgang, *Gläubigereinfluss durch Covenants: hybride Finanzierungsinstrumente im Spannungsfeld von Fremd- und Eigenfinanzierung*, Munich 2008 (cité : SERVATIUS, *Covenants*).

SIEBER Pascal, *Der Venture-Capital Markt in der Schweiz – Triebfeder der Innovationsfähigkeit*, Zurich 2009 (cité : SIEBER, *Venture-Capital Markt*).

SINGH Shikhir, *Structuring Venture Capital Deals*, Londres 2005 (cité : SINGH, *Structuring*).

SKEIE David R., *Vesting and Control in Venture Capital Contracts*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 297, New York 2007 (cité : SKEIE, *Vesting*).

SÖDING Judith Verena, *Private Equity Minority Investments – Sharing Control in Closely Held Private Family Firms*, Zurich/St-Gall 2012 (cité : SÖDING, *Private Equity*).

SPACEK Dirk, *Online-Crowdfunding*, sic! 05/2013, pp. 277-291 (cité : SPACEK, *Online-Crowdfunding*).

SPILLMANN Jean-Claude, *Die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen - Gesellschaftsrecht, Regulierung und Steuerrecht*, Zurich/St-Gall 2016 (cité : SPILLMANN, *Kommanditgesellschaft*).

SPRECHER Thomas/SOMMER Christa, *Sanierung nach Aktienrecht*, ECS 06-07/2014, pp. 551-556 (cité : SPRECHER/SOMMER).

STARTUPTICKER.CH avec la collaboration de SECA, *Swiss Venture Capital Report 2019*, édition n° 7 (cité : STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2019*).

https://www.startupticker.ch/uploads/File/VC%20Report%202019_web.pdf (consulté le 27 juin 2019)

STARTUPTICKER.CH avec la collaboration de SECA, *Swiss Venture Capital Report 2018*, édition n° 6 (cité : STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*).

https://www.startupticker.ch/uploads/File/Attachments/VC%20Report%202018_WEB_v.pdf (consulté le 27 juin 2019)

STARTUPTICKER.CH avec la collaboration de SECA, *Swiss Venture Capital Report 2017*, édition n° 5 (cité : STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2017*).

http://www.startupticker.ch/uploads/File/Attachments/VC%20Report%202017_web.pdf (consulté le 27 juin 2019)

STARTUPTICKER.CH avec la collaboration de SECA, *Swiss Venture Capital Report 2016*, édition n° 4 (cité : STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*).

http://www.startupticker.ch/uploads/File/Attachments/VCReport_2016_web_.pdf (consulté le 27 juin 2019)

STARTUPTICKER.CH avec la collaboration de SECA, *Swiss Venture Capital Report 2015*, édition n° 3 (cité : STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2015*).

www.startupticker.ch/uploads/File/VCReport_2014.pdf (consulté le 27 juin 2019)

STEINAUER Paul-Henri, *Les nouvelles dispositions générales sur les cédules hypothécaires*, in : Schmidt Jürg (édit.), *Les servitudes et les cédules hypothécaires à la lumière des nouvelles dispositions du Code civil*, Zurich 2012, pp. 267-292 (cité : STEINAUER, *Cédules*).

STÖCKLI Urs, *Das kapitalersetzende Darlehen im Konkurs einer Aktiengesellschaft – Umqualifikation als Risiko*, ECS 09/2007, pp. 662-666 (cité : STÖCKLI, *Darlehen*).

STOFFEL Walter A., *Dissolution volontaire et liquidation de la société*, in : Schmidt Jürg (édit.), *Gesellschaftsrecht und Notar – La société au fil du temps*, Zurich 2016, pp. 427-439 (cité : STOFFEL, *Dissolution*).

STOFFEL Walter A., *Droits des actionnaires dans les procédures de financement des sociétés*, CEDIDAC vol. 43, Lausanne 2001, pp. 1-35 (cité : STOFFEL, *Droits des actionnaires*).

STOLL Daniel, *Le Bitcoin et les aspects pénaux des monnaies virtuelles*, forum-poenale 02/2015, pp. 99-108 (cité : STOLL, *Bitcoin*).

STREET Stephen, *Préfère-t-on l'Entrepreneur ou l'Investisseur lors du financement d'une start-up?*, LeTemps.ch, 7 novembre 2016 (cité : STREET, *Start-up*).

<https://www.letemps.ch/economie/prefereton-lentrepreneur-linvestisseur-lors-financement-dune-startup> (consulté le 27 juin 2019)

STUTZER Hansjörg, *Interim measures in Arbitration – an update*, in : Thouvenin Rechtsanwälte (édit.), *Arbitration Newsletter Switzerland*, 27 octobre 2006 (cité : STUTZER, *Interim measures*).

SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Livre blanc – Le crowdfunding en Suisse 2015*, Genève 2015 (cité : SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*).

SWISSBANKING, *Neue Formen der Unternehmensfinanzierung*, Bâle 2006 (SWISSBANKING, *Unternehmensfinanzierung*).

TAISCH Franco, *Finanzmarktrecht*, Zurich 2010 (cité : TAISCH, *Finanzmarktrecht*).

TANNER Brigitte, *Quoren für die Beschlussfassung in der Aktiengesellschaft*, thèse Zurich 1987 (cité : TANNER, *Quoren*).

Tercier Pierre/Amstutz Marc (édit.), *Commentaire romand – Code des obligations II*, 2^e éd., Bâle 2017 (cité : CR CO II-AUTEUR, art. x N y).

Tercier Pierre/Amstutz Marc (édit.), *Commentaire romand – Code des obligations II*, Bâle 2008 (cité : CR CO II(2008)-AUTEUR, art. x N y).

THÉRY Marjorie, *Swisscom crée une entreprise dédiée à la Blockchain*, Bilan.ch, 20 septembre 2017 (cité : THÉRY, *Blockchain*).
<http://www.bilan.ch/techno-plus-de-redaction/swisscom-cree-une-entreprise-dediee-a-blockchain> (consulté le 27 juin 2019)

Thévenoz Luc/Werro Franz (édit.), *Commentaire romand – Code des obligations I – Art. 1-529 CO*, 2^e éd., Bâle 2012 (cité : CR CO I-AUTEUR, art. x N y).

TREZZINI Lorenzo, *Finanzierungsstrukturierung im Venture Capital : ein integrierter Ansatz*, thèse Zurich 2005 (cité : TREZZINI, *Finanzierungsstrukturierung*).

TRIPPEL Michael, *IPO als Exit*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity II – Rechtliche, steuerliche und regulatorische Aspekte von Buy-out bis Exit*, Zurich 2012, pp. 195-238 (cité : TRIPPEL, *IPO*).

TRIPPEL Michael, *Mitwirkungsrechte von Investoren – Ausgestaltung von Quoren in der Generalversammlung und im Verwaltungsrat*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity – Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA Musterverträge)*, Zurich 2011, pp. 67-10 (cité : TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*).

TRIPPEL Michael/JAISLI KULL Nadja, *Das Investment in der Krise – Sind Aktienbindungsverträge Schönwetterverträge?*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity IV – Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder*, Zurich 2014, pp. 201-234 (cité : TRIPPEL/JAISLI KULL).

TSCHÄNI Rudolf, *Joint Ventures – zivilrechtliche Probleme*, in : Tschäni Rudolf (édit.), *Mergers & Acquisitions III*, Zurich 2001, pp. 51-92 (cité : TSCHÄNI, *Joint Ventures*).

TSCHOPP Nicolas, *La distribution de fonds de placement en Suisse*, RSDA 05/2008, pp. 465-475 (cité : TSCHOPP, *Fonds de placement*).

TÜRLER William, *Caisses de pension : pensez aux start-up*, Bilan.ch, 11 mars 2015 (cité : TÜRLER, *Caisses de pension*).
<http://www.bilan.ch/argent-finances-plus-de-redaction/caisses-de-pension-pensez-aux-start> (consulté le 27 juin 2019)

ULLMANN Emmanuel/HEGI Tanja, *Integritäts- und Loyalitätsvorschriften – Ausweis der Vermögensverwaltungskosten*, Berne 2012 (cité : ULLMANN/HEGI).

VERMOT Pascal, *Le crowdfunding, nouvel eldorado des start-up suisses*, Bilan.ch, 7 janvier 2016 (cité : VERMOT, *Crowdfunding*).
https://www.bilan.ch/finance/le_crowdfunding_nouvel_eldorado_des_start_up_suisse (consulté le 27 juin 2019)

VEUILLET Ambre/ABBET Stéphane, *La mainlevée de l'opposition – Commentaire des articles 79 à 84 LP*, Berne 2017 (cité : VEUILLET/ABBET).

VISCHER Markus D./BORSARI Marco, *Sorgfalts- und Treuepflicht und Verantwortlichkeit eines fiduziarischen Verwaltungsratsmitglieds*, GesKR 04/2008, pp. 378-381 (cité : VISCHER/BORSARI).

VOGEL Alexander/SCHÄR Daniel, *Die Kommanditegesellschaft nach KAG als Anlagevehikel für Private Equity*, ECS 06-07/2007, pp. 479-483 (cité : VOGEL/SCHÄR).

VOLERY Thierry/BERGMANN Heiko/HAOUR Georges/LELEUX Benoît, *Global Entrepreneurship Monitor – Rapport 2005 sur l'entrepreneuriat en Suisse et dans le monde*, St-Gall 2006 (cité : VOLERY ET AL.).

VOLKART Rudolf, *High Yield Debt als Finanzierungsinstrument – Kapitalkosten, Risiko-Rendite-Struktur und Agency-Aspekte*, ECS 12/1999, pp. 1233-1246 (cité : VOLKART, *High Yield*).

VON DER CRONE Hans C./ANGSTMANN Luca, *Kernfragen der Aktienrechtsrevision*, RSDA 01/2017, pp. 3-24 (cité : VON DER CRONE/ANGSTMANN).

VON DER CRONE Hans C./KESSLER Franz J./ANGSTMANN Luca, *Token in der Blockchain – privatrechtliche Aspekte der Distributed Ledger Technologie*, RSJ 114/2018, pp. 337-345 (cité : VON DER CRONE ET AL.).

VON DER CRONE Hans C./PROJER Kaspar, *Privatplatzierung, Crowdfunding, OTC-Handel – Eine rechtliche Analyse alternativer Wege*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity V, Fundraising, Investition, Realisation, Reinvestition – Aktuelle Entwicklungen und Herausforderungen im Ökosystem Private Equity*, Zurich 2016, pp. 19-76 (cité : VON DER CRONE/PROJER).

VON DER CRONE Hans C./REISER Nina/PLAKSEN Evgeny, *Stimmrechtsaktien: Eine juristische und ökonomische Analyse*, RSDA 02/2010, pp. 93-111 (cité : VON DER CRONE ET AL., *Stimmrechtsaktien*).

VON PLANTA Andreas, *Les déclarations et garanties du vendeur – un mal nécessaire pour assurer une valorisation optimale de l'entreprise*, ECS 05/2007, pp. 378-382 (cité : VON PLANTA, *Déclarations et garanties*).

VON PLANTA Andreas/RÖTHELI Andreas, *Corporate Governance et le droit suisse*, ECS 05/2002, pp. 431-435 (cité : VON PLANTA/RÖTHELI).

VON SALIS-LÜTOLF Ulysses, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln bei Venture Capital und Private Equity Finanzierungen*, in : *Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA-Musterverträge)*, EuropaInstitut, Zurich 2011, pp. 269-296 (cité : VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*).

VON SALIS-LÜTOLF Ulysses, *Private Equity Finanzierungsverträge*, Zurich 2002 (cité : VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*).

VON SALIS-LÜTOLF Ulysses, *Risiko- und Gewinnverteilung bei privaten Finanzierungen Rechtlicher Gestaltungsspielraum bei Finanzierungsverträgen für Start-Ups und KMU*, RSJ 97/2001, pp. 213-224 (cité : VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*).

VON STRENG Etienne/ENDERLI Luc/DE KALBERMATTEN Christophe, *Le capital-risque en Suisse – La nouvelle loi fédérale et les projets législatifs en cours*, ECS 06-07/2000, pp. 649-658 (cité : VON STRENG ET AL.).

WAGNER Alexander F./WEBER Rolf H., *Corporate Governance auf der Blockchain*, RSDA 01/2017, pp. 59-70 (cité : WAGNER/WEBER).

WASSERMAN Noam, *The Founder's Dilemma*, Princeton 2013.

Watter Rolf (édit.), *Die grosse Schweizer Aktienrechtsrevision – Eine Standortbestimmung per Ende 2010*, Zurich/St-Gall 2010.

WEBER Georg, § 80 *Eigenkapitalähnliche Finanzierungen (Genussrechte, Mezzanine Darlehen, stille Beteiligungen)*, in : FISCHER ET AL., *Handbuch Schweizer Aktienrecht*, Bâle 2014 (cité : WEBER, *Finanzierungen*).

WEBER Martin, *Rechtsprobleme bei Private-Equity-Transaktionen*, in : Weber Rolf H. (édit.), *Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht*, Zurich 2000, pp. 21-70 (cité : WEBER, *Rechtsprobleme*).

WEICHERT Thilo, *Datenschutz bei FinTechs*, Compliance Berater 2016, pp. 109-114 (cité : WEICHERT, *FinTechs*).

WENGER Christian, *Die Welt des Venture Capital*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity – Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA Musterverträge)*, Zurich 2011, pp. 1-29 (cité : WENGER, *Venture Capital*).

WENGER Christian/HONOLD Pascal, *Legal Due Diligence in Venture Capital-Transaktionen*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity V, Fundraising, Investition, Realisation, Reinvestition – Aktuelle Entwicklungen und Herausforderungen im Ökosystem Private Equity*, Zurich 2016, pp. 141-182 (cité : WENGER/HONOLD).

WENGER Christian/SCHAFFNER Tom, *Schranken für Konkurrenzverbote im Venture Capital und Private Equity*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity II – Rechtliche, steuerliche und regulatorische Aspekte von Buy-out bis Exit*, Zurich 2012, pp. 115-140 (cité : WENGER/SCHAFFNER).

WENGER Christian/SPECK Beat, *Musterverträge SECA light – eine Diskussionsgrundlage*, in : Gericke Dieter (édit.), *Private Equity IV - Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder*, Zurich 2014, pp. 173-199 (cité : WENGER/SPECK).

WERRO Franz, *Le contrat de leasing dans la pratique*, in : Pichonnaz Pascal/Werro Franz (édit.), *La pratique contractuelle 3 – Symposium en droit des contrats*, Zurich 2012, pp. 3-19 (cité : WERRO, *Leasing*).

WILHELM Christophe/BERSIER Eric, *Aspects juridiques des plans d'intéressement – De la lune de miel au mariage de raison*, ECS 01/2011, pp. 1075-1083 (cité : WILHELM/BERSIER).

WILHELMI Rüdiger, *Anlegerschutz im Kapitalmarkt ohne Banken*, in : Maria Wolfer (édit.), *ZVglRWiss 02/2017*, pp. 298-312 (cité : WILHELMI, *Anlegerschutz*).

WILLIMANN Markus, *Le capital-risque en Suisse : problématique et mesures préconisées*, La Vie économique 10/2012, pp. 48-51 (cité : WILLIMANN, *Capital-risque*).

WÖCKENER Karsten/LÖSING Carsten/DIEHL Thilo/KUTZBACH Annekatriin, *Regulation of Initial Coin Offerings*, Francfort/Hambourg 2017 (cité : WÖCKENER ET AL.).

<https://www.whitecase.com/sites/whitecase/files/files/download/publications/regulation-of-initial-coin-offerings.pdf> (consulté le 27 juin 2019)

WOHLMANN Herbert, *Mangelnde Rentabilität als Auflösungsgrund einer Aktiengesellschaft -- Gilt dies auch für börsenkotierte Gesellschaften?* BGE 126 III S. 266 ff., RSDA 03/2001, pp. 154-155 (cité : WOHLMANN, *Aktiengesellschaft*).

WYLER Siegfried/WATTER Rolf/WYLER Jürg, *Swiss Company Law in the European Context: The New Swiss Company Law and the Euro-Council Directives*, Washington 1994 (cité : WYLER ET AL.).

WYSS Alexander, *Finanzierung von Jungunternehmen : der Beteiligungsvertrag (1. Teil)*, ECS 06-07/2006, pp. 423-426 (cité : WYSS, *1. Teil*).

WYSS Alexander, *Finanzierung von Jungunternehmen : die Aktionärsbindungsvertrag (2. Teil)*, ECS 08/2006, pp. 514-518 (cité : WYSS, *2. Teil*).

XOUDIS Julia/DE GOTTRAU Nicolas, *Contrat de cession globale de créances à fin de garantie*, in : Marchand Sylvain/Chappuis Christine/Hirsch Laurent (édit.), *Recueil de contrats commerciaux, Modèles en français et en anglais commentés selon le droit suisse*, Bâle 2013, pp. 1143-1174 (cité : XOUDIS/DE GOTTRAU).

ZENKER Valentine, « *Il n'y a jamais eu autant de fonds disponibles pour le private equity* », Bilan.ch, 13 octobre 2016 (cité : ZENKER, *Private Equity*). <http://www.bilan.ch/argent-finances-plus-de-redaction/ny-a-jamais-autant-de-fonds-disponibles-private-equity> (consulté le 27 juin 2019)

ZEN-RUFFINEN Marie-Noëlle/BAUEN Marc, *Le conseil d'administration*, Zurich 2017 (cité : ZEN-RUFFINEN/BAUEN).

ZHANG Shu, *Financial Return Crowdfunding : Market Practice, Risk, and Regulatory Approach*, Zurich 2016 (cité : ZHANG, *Crowdfunding*).

ZHAW, *Communiqué de presse et infographique*, 29 janvier 2019 (cité : ZHAW, *Communiqué presse 2019*).
<https://www.presseportal.ch/de/pm/100018827/100826824>> (consulté le 27 juin 2019).

ZULAUF Urs/WYSS David/TANNER Kathrin/KÄHR Michel/FRITSCHÉ Claudia M./EYMANN Patric/AMMANN Fritz, *Finanzmarktenforcement Verfahren zur Durchsetzung des Schweizer Finanzmarktrechts*, 2^e éd., Berne 2014 (cité : ZULAUF ET AL.).

Documents officiels

AP-CO	Avant-projet de Loi fédérale sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres électroniques distribués, du 22 mars 2019
Circulaire 2011/1	Circulaire 2011/1 de la FINMA - Activité d'intermédiaire financier au sens de la LBA du 20 octobre 2010, dernière modification le 26 octobre 2016.
Circulaire FINMA 2008/3	Circulaire 2008/3 de la FINMA – Dépôts du public auprès d'établissements non bancaires du 20 novembre 2008, dernière modification le 7 décembre 2017.
Circulaire obligations 1999	Circulaire de l'Administration fédérale des contributions : Obligations, avril 1999, S-02.122.1.
Commentaires DFF 2018	Commentaires du DFF sur la Révision de l'ordonnance sur les banques «Autorisation FinTech», 30 novembre 2018.
Communication FINMA 2017	Communication FINMA sur la surveillance 04/2017 – Traitement prudentiel des initial coin offerings, 29 septembre 2017.
Communication OFRC 2001	Communication de l'OFRC relative aux apports en nature et aux reprises de biens, 15 août 2001.
Communiqué presse FINMA	Communiqué de presse de la FINMA – « La

2017	FINMA retire du marchés des fournisseurs de monnaie virtuelle et met en garde contre les pseudo-cryptomonnaies », 19 septembre 2017.
Communiqué presse FINMA 2017a	Communiqué de presse de la FINMA – « La FINMA procède à des clarifications concernant des ICO », 29 septembre 2017.
Communiqué presse FINMA 2019	Communiqué de presse de la FINMA – « La FINMA constate une activité illégale chez envion SA », 27 mars 2019.
Documentation FinTech 2016	Documentation de base du DFF – réduction des obstacles à l'accès au marché pour les entreprises actives dans les technologies financières, 2 novembre 2016.
Evaluation start-up 2017	Evaluation des jeunes entreprises (start-up), Groupe de travail « Start-up » - Représentants de l'AFC et des cantons BL, SG, VD et ZH, 22 juin 2017.
Fiche FINMA 2014	Fiche d'information de la FINMA - Crowdfunding (financement participatif), 1 ^{er} août 2014.
Fiche FINMA 2017	Fiche d'information de la FINMA - Crowdfunding (financement participatif), état : 1 ^{er} août 2017.
Guide pratique FINMA 2018	Guide pratique de la FINMA pour les questions d'assujettissement concernant les initial coin offerings, 16 février 2018.
Lettre-circulaire taux d'intérêt 2018	Lettre-circulaire de l'Administration fédérale des contributions – Taux d'intérêt 2018 admis fiscalement sur les avances ou les prêts en francs suisses, février 2018.

Message CPC 2006	Message du Conseil fédéral relatif au code de procédure civile suisse (CPC), 28 juin 2006 (FF 2006 6841).
Message CO 1928	Message du Conseil fédéral à l'Assemblée fédérale à l'appui du projet de loi révisant les titres XXIV à XXXIII du code des obligations, 21 février 1928 (FF 1928 I 233).
Message LIMF 2014	Message du Conseil fédéral concernant la loi sur l'infrastructure des marchés financiers, 3 septembre 2014 (FF 2014 7235).
Message LPCC 2005	Message du Conseil fédéral concernant la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux, 23 septembre 2005 (FF 2005 5993).
Message LPCC 2012	Message du Conseil fédéral relatif à la modification de la loi sur les placements de capitaux (LPCC), 2 mars 2012 (FF 2012 3383).
Message LSFin/LEFin 2015	Message du Conseil fédéral concernant la loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin), 4 novembre 2015, (FF 2015 8101).
Message LTI 2006	Message du Conseil fédéral relatif à la loi fédérale sur les titres intermédiés et à la Convention de La Haye sur les titres intermédiés (LTI), 15 novembre 2006 (FF 2006 8817).
Message registre 2015	Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations (Droit du registre du commerce), 15 avril 2015 (FF 2015 3255).
Message révision CO 2007	Message du Conseil fédéral concernant la révision du code des obligations (Droit de la société anonyme et droit comptable ; adapta-

	tion 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), 21 décembre 2007 (FF 2008 1407).
Message révision SA 1983	Message du Conseil fédéral concernant la révision du droit des sociétés anonymes, 23 février 1983 (FF 1983 II 757).
Message révision SA 2016	Message du Conseil fédéral concernant la modification du code des obligations (Droit de la société anonyme), 23 novembre 2016 (FF 2017 353).
Modification ORC 2019	Modification de l'ordonnance sur le registre du commerce et de l'ordonnance sur les émoluments en matière de registre du commerce, Département fédéral de justice et police, 20 février 2019 (FF 2019 1893).
P-CO	Projet du Code des obligations (Droit de la société anonyme), 31 janvier 2017 (FF 2017 625).
Plan d'action EU 2012	Communication de la Commission européenne au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des Régions et au Comité économique social européen – Un plan d'action pour faciliter l'accès des PME au financement, COM(2011) 870 final, Bruxelles 2012.
Rapport blockchain 2018	Rapport du Conseil fédéral – Bases juridiques pour la distributed ledger technology et la blockchain en Suisse - État des lieux avec un accent sur le secteur financier, 14 décembre 2018.

Rapport capital-risque 2012	Rapport du Conseil fédéral donnant suite aux postulats Fässler (10.3076) et Noser (11.3429, 11.3430, 11.3431), juin 2012.
Rapport cautionnement 2013	Rapport du Conseil fédéral sur le système de cautionnement en faveur des PME, 20 novembre 2013.
Rapport Commission 2014	Rapport de la Commission au parlement européen, au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions – mise en œuvre de l'instrument européen de microfinancement progress – 2013, 20 octobre 2014.
Rapport explicatif 2019	Rapport explicatif relatif au projet mis en consultation de la Loi fédérale sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres électroniques distribués, du 22 mars 2019.
Rapport explicatif société anonyme 2014	Rapport explicatif relatif à la modification du Code des obligations (Droit de la société anonyme) du 28 novembre 2014.
Rapport explicatif transparence 2018	Rapport explicatif du Conseil fédéral, concernant la mise en œuvre des recommandations du Forum mondial relatives à la transparence des personnes morales et à l'échange de renseignements émises dans le rapport de phase 2 de la Suisse, 17 janvier 2018.
Rapport GCBF 2018	Rapport du GCBF – National Risk Assessment (NRA) : Le risque de blanchiment d'argent et de financement du terrorisme par les crypto-assets et le crowdfunding, octobre 2018.
Rapport jeunes entreprises 2013	Rapport du Conseil fédéral donnant suite au postulat 13.4237 Derder - Jeunes entreprises

	à fort croissance en Suisse, 29 mars 2017.
Rapport monnaies virtuelles 2014	Rapport du Conseil fédéral sur les monnaies virtuelles en réponses aux postulats Schwaab (13.3687) et Weibel (13.4070), 25 juin 2014.
Rapport OPCC 2006	Rapport explicatif du Département fédéral des finances sur l'ordonnance sur les placements collectifs de capitaux (OPCC), juillet 2006.
Rapport OPCC 2012	Rapport explicatif du Département fédéral des finances concernant la révision de l'ordonnance sur les placements collectifs de capitaux (OPCC), 11 décembre 2012.
Statement firms ESMA 2017	Statement on Initial Coin Offerings (Firms) de l'ESMA, 13 novembre 2017.
Statement GFSC 2017	Statement on Initial Coin Offerings du GFSC, 22 septembre 2017.
Statement investors ESMA 2017	Statement on Initial Coin Offerings (Investors) de l'ESMA, 13 novembre 2017.

Entretiens

BEAUMONT Olivier, *Business angel*, 7 novembre 2018, 56 minutes (cité : Entretien avec M. BEAUMONT).

BRUN Sébastien et TELMONT Florian, Fondateur et co-fondateur d'une jeune société innovante chaud-de-fonnière, 14 novembre 2018, 71 minutes (cité : Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT).

DUCOMMUN Florian, Avocat en droit des affaires et des technologies, 15 août 2018, 44 minutes (cité : Entretien avec M. DUCOMMUN).

DÜNNER Florian, Conseiller clientèle Start-up Finance au sein d'une banque cantonale de Suisse alémanique pratiquant le capital-risque, 6 septembre 2018, 38 minutes (cité : Entretien avec M. DÜNNER).

DUTHEIL Pascal, Consultant en gestion et financement d'entreprises, 14 août 2018, 61 minutes (cité : Entretien avec M. DUTHEIL).

HARFOUCHE Eliott, Membre de l'*investment team* d'une société de capital-risque basée en Suisse, 16 janvier 2019, 43 minutes (cité : Entretien avec M. HARFOUCHE).

NASH Claudia, *Technology Transfer manager* à l'Université de Neuchâtel, 31 janvier 2019 et 1^{er} février 2019, 42 minutes (cité : Entretien avec M^{me} NASH).

TINEMBART Jean-Daniel, Conseiller clientèle Entreprises au sein d'une banque cantonale de Suisse romande, 27 mars 2018, 50 minutes (cité : Entretien avec M. TINEMBART).

WETZEL Sandy, CEO de Neode, parc technologique et industriel, incubateur de *start-ups*, 28 mai 2018, 61 minutes (cité : Entretien avec M. WETZEL).

WILHELM Christophe, Chargé d'enseignement à l'Université de Neuchâtel, Avocat en droit des affaires, Dr. en droit, 14 juin 2018, 42 min (cité : Entretien avec M. WILHELM).

Introduction

« Tout commence toujours par une innovation, une volonté entrepreneuriale, le sens du commerce et beaucoup de travail. »¹

Lancer sa propre entreprise est un défi énorme. Il faut tout d'abord avoir une idée porteuse, puis en réussir l'exécution de manière optimale. Cela passe par la création d'une société par le fondateur, souvent appelée *start-up* ou jeune pousse. Le fondateur, qui a déjà voué des mois, voire des années à son projet, est confronté à la question inévitable du monde entrepreneurial : comment trouver les fonds nécessaires à la création et au développement de sa jeune société ? Cette question, de prime abord peu complexe, entraîne toutefois l'obligation de développer une réflexion plus profonde : il s'agit de déterminer dans quelle phase de développement se trouve la jeune société, d'estimer les montants nécessaires (c'est-à-dire le volume de financement souhaité), de choisir une forme juridique et le type de gestion qui sera exercé, de limiter sa responsabilité, tant envers des tiers qu'envers les investisseurs, de structurer les rapports entre les parties au financement, et, plus accessoirement, de savoir quelles seront les répercussions fiscales.

1

En ce qui concerne le financement, il existe tout d'abord des investisseurs particuliers, c'est-à-dire des individus qui placent certains montants d'argent pour leur propre compte, et pas pour celui de personnes ou de sociétés tierces. Au début, le fondateur prendra le rôle d'investisseur particulier, puisque c'est en principe son patrimoine personnel qu'il utilisera. Ensuite, c'est vers la famille et les amis qu'il se tournera pour continuer à faire avancer son entreprise. Mais ces fonds seront rapidement épuisés, en raison des faibles montants que ces divers acteurs peuvent en principe fournir. Le fondateur peut ensuite s'adresser à un autre type d'investisseurs particuliers, possédant plus de moyens et plus d'expérience : les *business angels* (ou investisseurs providentiels). Ces derniers procureront au fondateur des montants autrement plus importants et une expertise appréciable. Pour les montants plus conséquents qui permettront un réel essor de la société, c'est vers les investisseurs institutionnels que la société trouvera les fonds nécessaires : chez les banques pour le

2

¹ LOMBARD ET AL., p. 116.

financement par fonds étrangers, mais aussi auprès des sociétés de capital-risque en ce qui concerne le financement par fonds propres. Ces sociétés lèvent des fonds qu'elles utilisent pour entrer au capital de jeunes entreprises, le but étant d'obtenir un retour sur investissement lors de leur sortie du capital. Les investisseurs se trouvent donc sur un vaste éventail : d'un côté, la famille et les amis qui ont envie que le projet marche avant tout, même s'il n'est pas extrêmement lucratif, voire pas rentable du tout. Pour eux, espérer récupérer un jour l'argent, même sans intérêt, est déjà une bonne perspective. De l'autre côté du spectre, les capital-risqueurs, qui veulent non seulement que la société se développe correctement mais aussi que la plus-value créée soit suffisamment conséquente. À côté de ces investisseurs, il existe d'autres sources de financement. On peut notamment citer les divers programmes gouvernementaux (en Suisse, par exemple *VentureLab*, financé par la CTI), le financement participatif ou *crowdfunding*, procédé toujours plus à la mode dans le financement des jeunes entreprises, ainsi que les ICO, levées de fonds cryptographiques dont le nombre a explosé en 2017.

- 3 Le fondateur chanceux ayant trouvé un financement adéquat et suffisant pour sa société n'est cependant pas encore tiré d'affaire. En effet, il lui est tout d'abord nécessaire de connaître l'environnement légal entourant le financement. Il existe d'innombrables réglementations et obligations légales, notamment en droit des sociétés ou dans le domaine du droit de la surveillance, qu'il s'agisse du droit bancaire, du droit des marchés financiers ou encore du droit des placements collectifs de capitaux. En outre, la question de son rapport avec les différents investisseurs (ou bailleurs de fonds) reste ouverte. En effet, les intérêts et attentes des parties au financement sont rarement identiques.
- 4 D'un côté, le fondateur vise la durabilité et la longévité de sa société, sans forcément espérer un rendement rapide et conséquent. À cette fin, le fondateur tient en général à garder une indépendance importante, pour avoir le contrôle de la société et pouvoir agir comme il l'entend en ce qui concerne son développement. De l'autre côté, les bailleurs de fonds n'ont pas les mêmes motivations : il leur importe finalement peu que la société perdure à travers les âges ou qu'elle soit rachetée par une grande multinationale. En effet, c'est souvent le retour sur investissement que visent les bailleurs de fonds, et ce généralement à court terme. Pour obtenir leur dû, les bailleurs de fonds ont donc des attentes, plus ou moins grandes selon le type de financement, notamment en ce qui concerne le contrôle de la société, leurs droits patrimoniaux, leurs droits à l'information ou encore leurs droits en cas de faillite. Car c'est là que la problématique réside : le fondateur a l'idée et la passion, mais pas les fonds nécessaires, et vise l'essor de sa société. Le bailleur de fonds a, quant à lui, les fonds à disposition, mais ne prétend pas détenir un quelconque savoir technique quant à l'idée porteuse en tant que telle ; il souhaite rentabiliser son

investissement, peu importe le moyen. Schématisées ici à l'extrême, les deux parties ont donc des prétentions légitimes, compréhensibles et ne se recoupant pas forcément, quant à la gestion, au contrôle, au développement et à l'avenir de la société.

Notre thèse a pour but de présenter en quoi consiste le financement d'une jeune société et les relations tissées par les diverses entités impliquées, et d'analyser l'environnement légal dans lequel il prend place : autrement dit, quels types de financement sont envisageables, dans quelle mesure, à quelles conditions, selon quelles régulations et avec quelles limites ? Il s'agira enfin d'en tirer certaines conclusions, de proposer des solutions ou conseils, adressées tant aux praticiens qu'aux acteurs spécialisés, qu'il s'agisse de fondateurs ou d'investisseurs, parfois perplexes devant la complexité de certains financements.

5

Ce phénomène ayant une dimension extrêmement pratique, nous avons tout d'abord procédé à une vaste recherche doctrinale et un tri méticuleux pour parvenir à présenter une image de la situation la plus fidèle possible à la réalité. Après s'être imprégné de la matière, il était temps de confronter le résultat de nos recherches à de véritables experts du domaine, pour s'assurer que ce qui était ressorti de notre analyse était pertinent et fiable. Au cours d'une dizaine d'entretiens, avec des personnalités et fonctions toutes plus différentes les unes des autres, nous avons pu corroborer ou au contraire nuancer certaines de nos affirmations. Il s'agit donc d'un travail académique, à dimension fortement pratique.

6

L'un des autres objectifs visés par le présent travail est celui de préciser la terminologie propre au financement et de la rendre plus logique et accessible. Il existe d'innombrables termes juridico-techniques qui sont parfois mélangés, confondus, modifiés et réaffectés. Dans un but de clarté et d'uniformisation, nous avons choisi présentement de renoncer à l'utilisation de certains termes, pourtant largement acceptés et utilisés par la doctrine spécialisée et les acteurs du financement, au profit de termes selon nous techniquement plus corrects. On pense par exemple au terme de « *start-up* », mais aussi au « financement mezzanine » (considéré par certains comme tout type de financement hybride, et par d'autres comme une catégorie spécifique de financement hybride), au « *management* » ou encore aux « préférences de liquidation ». Bien entendu, à chaque fois que de telles clarifications seront effectuées, nous attirerons l'attention du lecteur et expliquerons quelles sont les raisons nous motivant à procéder de la sorte. D'un point de vue linguistique, nous tenons à préciser que le jargon propre au financement des jeunes sociétés, et plus précisément au capital-risque, vient principalement de l'anglais. Par ailleurs, la langue parlée majoritairement en Suisse étant l'allemand, nous avons considéré qu'il

7

était judicieux d'offrir au lecteur les traductions anglaises, respectivement allemandes, lorsqu'elles présentaient un intérêt pratique, scientifique et académique.

- 8 Le présent travail s'adresse à un public large, qu'il s'agisse de praticiens désireux de se familiariser à de telles questions, d'entrepreneurs souhaitant trouver un financement et mieux comprendre les droits et obligations que cela implique, ou encore d'académiciens ayant envie de découvrir un domaine extrêmement pratique et n'ayant pas (encore ?) été décortiqué à l'excès par une foule d'auteurs généralement désireux d'en découdre. L'opacité encore prépondérante des thèmes relatifs au financement s'explique sûrement par la discrétion des parties impliquées et le tabou continuant d'entourer les questions patrimoniales.
- 9 Pour finir, cette thèse s'annonce comme une réelle cascade : une cascade d'informations, de précisions et d'éclaircissements, nous l'espérons, mais aussi une cascade dans la manière dont elle est structurée. En effet, comme nous aurons l'occasion de le développer, le financement s'effectue par le biais de deux piliers majeurs : les fonds étrangers et les fonds propres. En aval, le financement hybride, qui mélange des instruments de fonds propres et étrangers. Puis, encore subsidiairement, le *crowdfunding*, qui reprend les éléments précités mais y ajoute une composante participative. Enfin, le financement par ICO, qui est en réalité un type de financement participatif se faisant par le biais de la *blockchain*. Il découle de cette systématique que, plus le lecteur avancera dans son décryptage, plus les renvois vers les « piliers » précités seront nombreux, ceci pour éviter des répétitions lourdes et vaines de sens. En effet et à titre d'exemple, il aurait été redondant d'exposer derechef tous les droits de l'actionnaire (déjà définis de manière pointue dans la partie dédiée au financement par fonds propres) dans le cadre d'un financement hybride, du *crowdinvesting* et du financement par ICO. Dans de tels cas, nous avons procédé à des renvois, pour concentrer notre analyse sur les éléments caractéristiques importants et méritant que l'on s'y attarde.
- 10 Nous tenons aussi à préciser que le sujet de la présente thèse est extrêmement vaste, le but avoué étant de fournir un aperçu complet de toutes les possibilités de financement et d'aménagement à disposition des jeunes sociétés et de leurs fondateurs. En conséquence, il était techniquement impossible d'approfondir exhaustivement chaque notion et chaque nouveau thème (on pense notamment à certains éléments relevant du droit purement contractuel, du droit fiscal, mais aussi du droit international privé ou du droit procédural). Nous renvoyons toutefois systématiquement le lecteur à la doctrine spécialisée, lorsque ce dernier souhaite obtenir plus de détails quant à des notions sortant du cadre du présent travail.

Première partie :

Financement des entreprises

*« L'argent ne fait pas le bonheur,
mais il y contribue. »*

Dicton populaire

Chapitre 1 : Typologie du financement

Qui dit jeune société dit financement. En effet, une jeune pousse n'est en principe pas rentable et recherche en permanence le financement adéquat lui permettant de se développer de manière optimale, tant dans sa phase initiale de recherche et développement que dans sa phase de croissance et d'expansion². 11

Dans bien des cas, les sources de revenus sont faibles ou inexistantes, par exemple parce que les clients font encore défaut ou que le produit n'est pas encore commercialisable. Il est donc fondamental pour la société de trouver rapidement les fonds nécessaires à sa survie et à sa longévité. 12

Au sein de cette première partie, nous expliquerons tout d'abord ce qu'est le financement, autrement dit comment et pourquoi une société se finance. Ensuite, nous nous intéresserons aux sources de financement d'une jeune société, que cela soit par fonds propres, par fonds étrangers ou par un financement hybride. Puis, nous énumérerons les étapes successives d'un financement typique de jeune entreprise innovante. Comme nous le verrons, divers tours de financement existent traditionnellement, appelés « *rounds* », qui prennent place pendant les premières années de l'existence d'une société. Enfin, ce seront les divers coûts engendrés par le besoin de se financer qui seront analysés. 13

I. Présentation générale

Toute société a besoin d'être financée. Par financement d'entreprises (« *corporate financing* », « *Unternehmensfinanzierung* » ; ci-après « financement »), il faut comprendre la mobilisation et l'engagement de capitaux permettant à la société d'exister³. Il s'agit dès lors de déterminer d'où viennent les capitaux et comment la jeune société les reçoit. 14

² WYSS, *I. Teil*, p. 423.

³ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 46.

A. Financement interne et externe

- 15 On distingue le financement interne et le financement externe. Le financement interne (aussi appelé « autofinancement »⁴) est le fait pour la société d'augmenter le capital à disposition grâce à sa propre activité commerciale (par exemple en améliorant son *cash-flow*)⁵. *A contrario*, le financement est dit externe lorsque la société se finance à l'aide de moyens extérieurs, par exemple par un apport en capital ou un prêt bancaire⁶. C'est le financement dit externe qui nous intéressera dans la suite de ce travail, puisqu'il est particulièrement important pour une jeune société. Comme le formulent bien HEIMANN/PEDERGNANA, « *external financing has become central if you want to bring an innovation to a global market-leading position in a fast changing global economy* »⁷. Pour un financement externe, il faut donc nécessairement un bailleur de fonds.
- 16 Nous aurons l'occasion de nous pencher sur les différents bailleurs de fonds dans la suite de ce travail, puis de comprendre les mécanismes et les caractéristiques générales de la société à financer.

B. Fonds étrangers et fonds propres

- 17 La société se finance grâce à des capitaux étrangers (« *debt capital* », « *liabilities/borrowed capital* », « *Fremdkapital* ») et des capitaux propres (« *equity capital* », « *Eigenkapital* ») (art. 959 al. 4 CO). Ces fonds doivent impérativement figurer au passif du bilan de la société⁸. Les fonds propres correspondent au total des passifs auquel il faut soustraire les fonds étrangers⁹. Les fonds étrangers, quant à eux, sont les fonds mis à disposition de la société par un ou des tiers et qui devront être remboursés après un certain temps¹⁰.

⁴ BUCHELER, *Droit comptable*, p. 71

⁵ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 47 et ndbp 6 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 293.

⁶ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 26 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 293.

⁷ SECA, *Yearbook 2016*, p. 20.

⁸ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 725 N 6.

⁹ Alors que les réserves légales et statutaires font partie des fonds propres, (art. 959a al. 1 ch. 3 CO), les provisions font parties des fonds étrangers (il s'agit de réserves constituées pour la couverture de potentielles charges futures), cf. BUCHELER, *Droit comptable*, p. 74.

¹⁰ BUCHELER, *Droit comptable*, p. 71 ; CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 725 N 6 ; CR CO II-TORRIONE/BARAKAT, art. 959 N 16 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 168s. ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 293s.

Le bilan – de l’italien « *bilanciare* », qui veut dire balancer, peser – est une liste complète des biens et obligations d’une personne morale à un moment donné¹¹ ; il résume l’inventaire, qui est lui un relevé détaillé et complet des éléments de la fortune¹². En ce qui concerne les actifs, le bilan donne des indications quant à la manière dont sont affectés les biens de la société, alors que pour les passifs, il montre comment la société est financée¹³. Comme en dispose l’art. 959a al. 1 CO, l’actif du bilan doit obligatoirement comporter les postes « actifs circulants » et « actifs immobilisés ». L’une des tâches majeures du conseil d’administration est d’évaluer ces actifs (art. 960 CO). En ce qui concerne le passif du bilan, il doit obligatoirement comporter les catégories « capital étranger » (à court ou long terme) et « capital propre » (art. 959a al. 2 CO). Enfin, mentionnons encore la « règle d’or du bilan », selon laquelle on financera les actifs immobilisés avec les fonds propres ou étrangers disponibles à long terme¹⁴.

18

1. Fonds étrangers

Les fonds étrangers (ou capitaux étrangers) comprennent 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 (art. 959 al. 5 CO). Les dettes qui ne remplissent pas ces trois critères ne peuvent pas être portées au bilan¹⁵. En d’autres termes, ce sont les fonds apportés par le créancier auquel la société emprunte de l’argent, qu’elle s’engage à rembourser (et/ou rémunérer). Le bailleur de fonds est donc un prêteur. Il n’assume pas le risque entrepreneurial certes, mais ne participe pas non plus aux profits et ne possède par défaut aucun droit social¹⁶.

19

En ce qui concerne les fonds étrangers, il n’existe pas de critères quantitatifs ou qualitatifs à respecter. Ainsi, une société est libre de s’endetter dans la mesure et de la manière qui lui plait, sous réserve des situations de perte de capital ou de surendettement (art. 725 ss CO). La personne du créancier n’a

20

¹¹ CHARDONNENS, *Comptabilité*, p. 50. On parle parfois à cet égard de « photographie » de la situation financière de l’entreprise.

¹² CHARDONNENS, *Comptabilité*, p. 50 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 493.

¹³ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 725 N 6.

¹⁴ FREY ET AL., p. 7.

¹⁵ CR CO II-TORRIONE/BARAKAT, art. 959 N 15.

¹⁶ TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 294.

aucune incidence à cet égard¹⁷, à moins que ce créancier ne soit en même temps actionnaire ou administrateur¹⁸ (cf. N 420 ss).

- 21 On distingue deux types de fonds étrangers lorsqu'il s'agit de financer une entreprise : le prêt et l'emprunt obligataire. Tous deux peuvent être assortis de diverses conditions et obligations accessoires.

a. Prêt

- 22 En Europe, le financement par fonds étrangers se fait traditionnellement par le prêt (« *loan* », « *Darlehen* »), contrairement à la pratique américaine qui lui préfère le financement par le biais des marchés financiers (par exemple par IPO) ou de l'emprunt obligataire¹⁹. Le crédit est en général accordé par une banque ou par des consortiums bancaires, mais peut aussi être accordé par toute autre personne ; il ne doit pas obligatoirement s'agir d'une banque. Le financement par crédit bancaire aboutit généralement à ce que l'on appelle la dette *senior*²⁰.
- 23 Les bases légales du contrat de prêt nous viennent du droit des contrats (art. 312 ss CO) et non du droit des sociétés. Il est intéressant de relever que c'est le conseil d'administration qui est compétent lorsqu'il s'agit de contracter un prêt au nom de la société²¹. Le prêt peut être plus ou moins risqué : ainsi, un prêt accompagné de sûretés sera plus sûr pour le prêteur qu'un prêt ordinaire ou un prêt subordonné²².

b. Émission d'obligations

- 24 Un autre type de financement par fonds étrangers est l'émission d'obligations, autrement dit l'emprunt par obligations en souscription publique (« *bonds* », « *Anleihensobligationen* » ; art. 1156 ss CO). Une obligation est un papier-valeur incorporant les droits de créances résultant d'un contrat de prêt²³. Elle peut être nominative ou au porteur, et permet à son propriétaire de percevoir

¹⁷ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, pp. 53 et 55 ss : « [b]eim Fremdkapital ist eine Schuld einfach eine Schuld, und es interessiert nicht, wer als Gläubiger einen Anspruch hat ».

¹⁸ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 233 ; GLANZMANN, *Darlehensvertrag*, p. 143s.

¹⁹ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 62.

²⁰ BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 349s.

²¹ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 62.

²² VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 118s. Pour la notion de subordination, cf. N 1312.

²³ LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 394s. L'obligation peut aussi être émise sous forme de droits-valeurs (art. 973c CO) ou de titres intermédiaires (art. 6 LTI).

des intérêts et de se faire rembourser le capital²⁴. Le prix d'émission de l'obligation peut correspondre à sa valeur nominale, mais il peut aussi être supérieur (agio) ou inférieur (disagio)²⁵. Par exemple, une obligation peut être émise à 98% en cas de disagio ou à 102% en cas d'agio.

Lorsque plusieurs obligations sont émises simultanément, elles doivent l'être aux mêmes conditions juridiques et économiques²⁶ ; ces conditions portent notamment sur le montant dû en capital, le taux d'intérêt ainsi que les dates et modalités des paiements²⁷. L'obligation paie des intérêts à taux fixe, parfois à taux variable²⁸. Ces intérêts sont payés une ou plusieurs fois par année. Lorsque le taux est variable, il peut augmenter ou diminuer (« *step up/down* ») selon certains facteurs prédéfinis, comme par exemple la diminution du *rating* de l'émetteur²⁹.

Ce type de financement est orienté vers le long terme³⁰ puisque, habituellement, les obligations sont émises pour une durée allant de 5 à 12 ans, mais qui peut dans certains cas aller jusqu'à 30 ans³¹. Les parties participant à ce type de financement ne se connaissent en général pas³² : il existe d'ailleurs en principe une multitude de souscripteurs³³.

Trois grands types d'obligations doivent être distingués: tout d'abord, l'emprunt obligataire typique, qui implique le remboursement du montant obtenu au créancier obligataire, ainsi que le paiement d'un intérêt. Il est possible de convenir qu'aucun intérêt ne sera payé, on appelle cela un « *zero-bond* ». Deuxièmement, il peut s'agir d'une obligation à option (« *bond option* », « *Optionsanleihe* »). Le créancier obligataire a les mêmes droits que pour l'obligation typique, mais il possède en plus un « *call option* », lui permettant d'acquérir à un prix fixé à l'avance, une participation au capital de la société émettrice. Le fait pour le créancier obligataire d'exercer son droit d'option ne modifie pas le rapport contractuel le liant à la société émettrice. Il ne perd donc pas les droits découlant de sa qualité de créancier obligataire³⁴.

²⁴ LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 395 ; EMCH ET AL., p. 680.

²⁵ EMCH ET AL., p. 680s.

²⁶ ATF 113 II 283, JdT 1988 I 79.

²⁷ LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 395s.

²⁸ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 596.

²⁹ LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 397 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 938.

³⁰ EMCH ET AL., p. 680 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 596 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 296.

³¹ EMCH ET AL., p. 681.

³² KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 63.

³³ EMCH ET AL., p. 680.

³⁴ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 66, ndbp 123 ; LIEBI, *PIPEs*, p. 33 ss.

Enfin, on peut se trouver en présence d'une obligation dite convertible (« *convertible bond* », « *Wandelanleihe* »). Comme son nom l'indique, ce genre d'obligation permet au créancier obligataire de convertir son obligation en une participation au capital de la société émettrice³⁵. Contrairement à l'« *option bond* », le créancier obligataire perd cette fois sa qualité de créancier et devient actionnaire. Parfois, le créancier obligataire n'a pas le choix et est obligé de convertir son obligation, on parle alors de « *mandatory convertible bond* »³⁶.

- 28 Dans le cas d'une obligation à option ou convertible, le créancier obligataire peut choisir de recevoir un certain nombre d'actions de la société émettrice. Ces actions proviennent en principe des actions propres détenues par la société (art. 659 ss CO) ; à défaut, elles devront être libérées suite à une augmentation de capital. En cas d'obligation convertible, la libération des actions se fait par compensation, puisque la dette obligataire de l'entreprise est convertie en capital-actions³⁷.
- 29 Il convient, à ce stade, de préciser que les obligations ne sont pour ainsi dire jamais utilisées dans le cadre du financement de jeunes sociétés et de PME³⁸. En effet, en raison des montants les emprunts par obligations sont réservés aux grandes sociétés présentant une importance économique majeure³⁹, en principe cotées en bourse⁴⁰. En outre, les petites entreprises n'ont pas de notation internationale, et ne peuvent en conséquence pas réellement recourir aux emprunts obligataires⁴¹. Par ailleurs, les coûts relatifs à l'émission d'obligations sont extrêmement élevés (en particulier en ce qui concerne le prospectus⁴²) : pour que l'émission d'obligation en vaille la peine, on considère généralement qu'elle doit concerner un montant d'au moins 10 mio⁴³. Ainsi, en Suisse, un demi-millier de sociétés seulement pourraient avoir recours à cet instrument⁴⁴.

³⁵ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 226.

³⁶ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 66, ndbp 124. Pour un large aperçu des divers types d'obligations convertibles, cf. BANIK ET AL., p. 43s.

³⁷ TF 4A_496/2010 du 14 février 2011 ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 66s.

³⁸ BANIK ET AL., p. 42s. ; BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 732 ; ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 15 ; REICHMUTH/VON DER CRONE, p. 261s.

³⁹ MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 167.

⁴⁰ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 261.

⁴¹ AESCHLIMANN/FOËX, p. 17.

⁴² BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 732.

⁴³ TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 298. RÖTHELI, *Private Equity-Transaktionen*, p. 118. Voir aussi BANIK ET AL., p. 47 qui mentionnent 100 mio, et BERNET/DENK, p. 136, qui parlent eux de 50 mio.

⁴⁴ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 596 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 298. Quant à la rareté de l'émission d'obligations hors bourse, cf. BÖCKLI ET AL., p. 74s.

Pour ces raisons, nous n'aborderons pas ce sujet dans la suite du présent travail.

2. Fonds propres

Par le biais du financement par fonds propres, le bailleur de fonds propres devient actionnaire et bénéficie à ce titre de certains droits que l'on nommera les « droits de l'actionariat »⁴⁵, dont font partie certains droits sociaux et droits patrimoniaux. Il a le droit de participer aux éventuels profits de la société (art. 660 CO) et limite sa responsabilité personnelle, mais supporte aussi les risques de pertes (art. 680 CO). 30

Le capital propre est constitué par le capital nominal, par les réserves, par le bénéfice résultant du bilan ainsi que par l'agio (art. 959a al. 2 ch. 3 CO). Des critères quantitatifs doivent néanmoins être respectés : on pense ici à certaines exigences minimales, comme par exemple le capital-actions minimum requis de CHF 100'000 (art. 621 CO), et certaines limites maximales, par exemple le rapport entre le capital-participation et le capital-actions (art. 656a CO). De plus, la moitié au moins du capital-actions et des réserves légales doit être couverte par les actifs de la société. À défaut, on se trouve en situation de perte de capital ou de surendettement, ce qui a des conséquences pour le conseil d'administration et ses obligations face aux actionnaires et au juge (art. 725s. CO), et remet en question l'avenir de la société. Parallèlement, des critères qualitatifs existent également : ainsi, les fonds propres peuvent être uniquement constitués du capital-actions ou du capital-participation ; autrement dit, il ne peut exister que des actionnaires et des participants, qui sont en fait des actionnaires sans droit de vote⁴⁶. 31

Pour une entreprise, les fonds propres sont d'une importance vitale. Il s'agit de son « socle de financement »⁴⁷. Comme le relève HANDSCHIN, une jeune société, qui possède peu de liquidités, a des coûts de recherche élevés et des actifs dont la valeur est difficilement évaluable (par exemple des brevets ou d'autres droits de propriété intellectuelle) se doit d'avoir des fonds propres suffisants pour éviter le surendettement, voire la faillite. Ainsi, si certains actifs devaient perdre de la valeur, la perte pourrait – et devrait – être absorbée par les fonds propres⁴⁸. 32

⁴⁵ TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 294.

⁴⁶ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 57 : « stimmrechtslose Aktionäre ».

⁴⁷ BCGE, *Financement des entreprises*, p. 6.

⁴⁸ HANDSCHIN, *Eigenkapital*, p. 80 ss.

- 33 Le financement par fonds propres peut se faire à l'aide du capital-participation et du capital-actions qui, ensemble constituent le capital social⁴⁹. Des catégories privilégiées d'actions (ou de bons) peuvent être créées, permettant d'aménager des avantages patrimoniaux à leur détenteur⁵⁰.

a. Capital-actions

- 34 Le capital-actions est la catégorie de fonds propres fondamentale d'une société. Comme l'indique l'art. 620 CO, la société anonyme est une société qui possède un capital-actions, déterminé à l'avance et divisé en actions. La terminologie allemande met d'ailleurs fortement en valeur cette notion d'actions puisque l'on parle alors d'« *Aktiengesellschaft* ».

- 35 Du point de vue du financement, le type d'actions n'est pas déterminant⁵¹. Il peut ainsi s'agir d'actions au porteur (« *bearer shares* », « *Inhaberaktien* ») ou nominatives (« *registered shares* », « *Namenaktien* ») avec ou sans restriction à la transmissibilité (art. 685 CO). Il existe aussi des actions privilégiées (art. 654 CO) ou des actions à droit de vote privilégié (art. 693 CO) par opposition aux actions ordinaires.

En ce qui concerne l'émission, les actions pourront être émises sous forme de papiers-valeurs (art. 965 ss CO) au porteur (art. 978 ss CO) ou à ordre (art. 1145 ss CO) ; il est possible de renoncer à l'émission des actions et de créer des droits-valeurs (art. 973c CO). Enfin, il est possible de créer des titres intermédiés en passant par un dépositaire central tenant à jour des comptes de titres (art. 1 ss LTI)⁵².

- 36 Grâce à ces différentes catégories d'actions, il est possible de moduler en grande partie le régime applicable à chaque bailleur de fonds, et de mettre en place un financement adapté.

⁴⁹ PETER, *Bons de participation*, p. 323.

⁵⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 119.

⁵¹ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 69.

⁵² Cela ne se fait pas, en pratique, en raison du petit nombre d'actionnaires et de la non-fongibilité des actions, cf. HESS/FRIEDRICH, p. 105.

b. Capital-participation

Même si, en Suisse, peu de sociétés se financent à l'aide du capital-participation⁵³ (« *Partizipationskapital* »), il convient tout de même d'aborder la question. Il n'y a aucune limite minimale en ce qui concerne le montant du capital-participation (art. 656b al. 2 CO). Par contre, il existe une limite maximale, exprimée à l'art. 656b al. 1 CO : « le montant du capital-participation ne peut dépasser le double du capital-actions ».

37

Les bons de participation sont souvent comparés à des actions sans droit de vote⁵⁴. Ainsi, comme le déclare l'art. 656c CO, le participant n'a pas le droit de vote, ni aucun des droits qui s'y rapportent, comme par exemple le droit de faire convoquer une assemblée générale ou d'y prendre part⁵⁵. Mais le droit des sociétés garantit tout de même certains droits patrimoniaux aux porteurs de bons de participation : ainsi, ces derniers ne doivent pas être défavorisés lors de la répartition du bénéfice ou du produit de liquidation (art. 656f CO). Si ces droits ne sont pas respectés, les participants peuvent ouvrir une action en responsabilité contre l'organe fautif (art. 753 ss CO et 108 LFus)⁵⁶. Comme le précise le Tribunal fédéral, l'institution du bon de participation a été mise en place « comme moyen de financement alternatif à l'émission de nouvelles actions ou obligations », lorsque la société souhaite obtenir de nouveaux capitaux⁵⁷.

38

Actuellement, les bons de participation se font de plus en plus rares ; en cause, le désir grandissant de simplifier la structure du capital et de l'actionnariat⁵⁸. On ne le rencontre pour ainsi dire jamais dans le cadre du financement de jeunes sociétés.

39

⁵³ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 67; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 511. Il n'existe aucune statistique officielle à ce sujet, si bien que l'on renvoie, au surplus à BINDER/VETTER, p. 285, qui estimaient, en 2011, que 0.3 à 0.4% des sociétés non-cotées sont dotées d'un capital-participation.

⁵⁴ TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 303 ; VON PLANTA/RÖTHELI, p. 433 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 136.

⁵⁵ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656c N 5 ss.

⁵⁶ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656a N 15a ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 68.

⁵⁷ ATF 140 III 206, JdT 2015 II 233, consid. 3.2 et les références citées.

⁵⁸ TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 304.

3. Financement hybride

- 40 Le financement hybride – aussi appelé, selon nous à tort, « financement mezzanine »⁵⁹ – est un mélange d'instruments de financement par fonds étrangers avec des instruments de financement par fonds propres. Font partie de ce genre de financement le prêt mezzanine, mais aussi le prêt subordonné, le prêt partiaire, les bons de jouissances dans une certaine mesure, ainsi que les emprunts convertibles et à options⁶⁰. Comme nous le verrons, à certaines conditions, le capital hybride pourra être considéré, d'un point de vue économique, comme des fonds propres (« quasi fonds propres », *cf.* N 1332 ss).
- 41 Il s'agit en définitive de tout capital étranger remplissant certaines fonctions du capital propre, et/ou de tout capital propre possédant des éléments de capital étranger⁶¹. Ce type de financement permet une injection de fonds lorsque le financement par fonds propres ou par fonds étrangers n'aurait pas été possible⁶². Autrement dit, le capital hybride permet de combler la « lacune » de financement dont peut souffrir la société⁶³.

4. Ratio

- 42 Il n'existe pas de prescriptions légales concernant le ratio entre les fonds propres et étrangers qu'une société doit détenir (« *debt-to-equity ratio* »)⁶⁴. Une société devrait toutefois avoir un rapport raisonnable, eu égard à son activité et au domaine dans lequel elle se trouve⁶⁵. Dans certains cas, grâce à l'effet de levier, l'ensemble des coûts financiers peut être optimisé⁶⁶ grâce à la dette : lorsque le taux d'intérêt sur les fonds étrangers est inférieur au rende-

⁵⁹ Nous reviendrons en détails sur cette affirmation dans la quatrième partie dédiée au financement hybride, *cf.* N 1308.

⁶⁰ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 224 ; BRODA, *Mezzanine finance*, p. 979 ; ENZ/RAVARA, p. 6 ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 74, ndbp 178 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 187.

⁶¹ HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 5.

⁶² BRODA, *Mezzanine Finance*, p. 977.

⁶³ ENZ/RAVARA, p. 6.

⁶⁴ Sous exceptions de certaines limitations fiscales concernant un éventuel capital propre dissimulé en fonds propres. Pour plus de détails, *cf.* ATF 142 II 355, RDAF 2016 II 449 ; BÉGUIN, *Financement*, § 2.

⁶⁵ MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 170.

⁶⁶ ENZ/RAVARA, p. 9 ; GERHARD, *Exit*, p. 84 : l'effet de levier joue un rôle important en cas de LBO, qui finance la reprise d'une société-cible par une combinaison de fonds propres et de fonds étrangers.

ment du capital total, augmenter la part de fonds étrangers permet d'améliorer le rendement des fonds propres⁶⁷.

En pratique, les jeunes sociétés ont plutôt tendance à se financer par les fonds propres : nous le verrons, elles n'ont pas encore accès au crédit, alors que les sociétés plus matures recourent bien plus souvent au financement par fonds étrangers. Une jeune société devrait en tout état de cause afficher des fonds propres suffisamment importants et solides pour bénéficier d'une marge de manœuvre convenable dans son activité. Cela lui permettra parallèlement de renforcer sa position lorsqu'il s'agira d'emprunter⁶⁸.

43

5. Conclusion

La jeune société a diverses manières de trouver des fonds, qu'il s'agisse de fonds propres, de fonds étrangers ou de fonds hybrides. Même si les fonds propres sont absolument essentiels, libre à la société et à son conseil d'administration de moduler au mieux les divers choix qui s'offrent à elle.

44

En définitive, la société est un navire : les fonds propres – et dans une certaine mesure les fonds hybrides – constituent la coque, ce qui permet à la société de rester à flot, alors que le crédit est une voile qui permet une meilleure mobilité et flexibilité⁶⁹.

45

II. Étapes du financement

Au cours de son développement, toute jeune entreprise passe par les mêmes phases de financement. En effet, un besoin constant de financement existe, que ce soit pour financer sa croissance ou pour conquérir de nouveaux marchés⁷⁰. Habituellement, les fonds levés servent principalement à engager du personnel, à mettre en place une infrastructure technique efficace, à encourager les ventes et à améliorer le marketing ; enfin, ils répondent au besoin en fonds de roulement⁷¹.

46

Une société commence par un projet d'entreprise. Le fondateur a déjà une idée ou un projet, mais la société n'existe pas encore. Il espère parvenir un jour à

47

⁶⁷ FREY ET AL., p. 7.

⁶⁸ MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 170.

⁶⁹ Métaphore empruntée à BCGE, *Financement des entreprises*, p. 6.

⁷⁰ GANTENBEIN ET AL., p. 9 ; Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT : comme le formule humoristiquement M. BRUN, « ce qu'il faut, c'est de l'argent ».

⁷¹ GANTENBEIN ET AL., p. 11.

commercialiser une gamme de prestations (biens et/ou services) et se développer suffisamment. Suit la création, qui nécessite déjà certains fonds, et le développement de l'entreprise, avec parfois plusieurs tours de financement. Malheureusement, l'investissement en Suisse est rarement réalisé dans les premières phases de la jeune société, mais plutôt dans les phases ultérieures⁷². Ainsi, même si l'investissement au cours du *seed stage* progresse chaque année, c'est lors du *early* et *later stage* qu'il est le plus marqué⁷³.

- 48 En conséquence, il ne s'agit pas d'un financement unique, singulier et ponctuel, mais d'une succession de mises à disposition de fonds, au fur et à mesure que la société se développe. Dans le jargon, on appelle ces tours de financement des « tours de table »⁷⁴ ; un tour de table dure généralement environ six mois⁷⁵. On rencontre dans la doctrine de multiples manières de décomposer et distinguer ces phases ; nous proposons d'en distinguer quatre⁷⁶ : l'amorçage, le développement initial (qui forment ensemble ce que certains nomment la phase de démarrage), puis l'expansion, et enfin la maturité. On considère qu'une société devrait ouvrir son capital à hauteur de 15-20% lors de chaque tour de financement⁷⁷.

A. Amorçage

- 49 C'est au stade de l'amorçage que le plan d'affaires est défini, que la recherche-développement est lancée et que les études de marchés sont menées⁷⁸. Le produit fini n'est pas encore disponible et son succès commercial est encore incertain ; aucun revenu n'est encore généré⁷⁹. Les risques sont donc extrêmement élevés et un cruel manque de financement se fait généralement

⁷² BAUMANN, *Crowdfunding*, p. 46 ; WILLIMANN, *Capital-risque*, p. 49 : il est bien plus facile de trouver suffisamment de fonds au *seed stage* dans d'autres pays, notamment en Europe.

⁷³ Voir par exemple les statistiques de 2016: STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 16.

⁷⁴ JACCARD, *Contrats modèles*, § 2 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 16.

⁷⁵ GANTENBEIN ET AL., p. 10.

⁷⁶ En ce qui concerne les sociétés actives dans la *biotech*, les phases de financement diffèrent, en raison de la durée nécessaire à l'élaboration d'un médicament ou nouvelle substance. Pour plus de détails à ce sujet, cf. FREI, *Assessment*, p. 95.

⁷⁷ Entretien avec M. DUTHEIL.

⁷⁸ Rapport capital-risque 2012, p. 11 ; BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 38 ; ENZ/RAVARA, p. 12 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 27.

⁷⁹ FREI, *Assessment*, p. 94.

sentir⁸⁰ : moins de 10% de l'investissement total consenti par les sociétés de capital-risque a lieu pendant la phase d'amorçage⁸¹.

C'est à ce moment que le premier tour de financement se profile, appelé amorçage ou « *seed* » (« *Frühphase* », « *Vorgründung* »). Le capital nécessaire à ce premier tour est appelé le capital d'amorçage (« *seed capital* »). En principe, le capital d'amorçage couvre la recherche-développement, la création d'un prototype, ou encore l'établissement d'un plan d'affaires⁸², ainsi que la constitution du capital minimal et de la fondation de la société. En droit suisse, le capital minimal d'une SA est de CHF 100'000⁸³. Même s'il est possible de ne libérer que CHF 50'000⁸⁴, il faut toutefois libérer entièrement les actions au porteur et les actions à droit de vote privilégié (art. 683 et 693 al. 2 CO).

En règle générale, ce sont uniquement les fondateurs qui prennent part à ce premier tour de financement, voire parfois leurs amis ou famille⁸⁵, ou même certains *business angels* téméraires. On parle à cet égard des trois F, à savoir « *friends, family and fools* ». Le dernier terme (littéralement « idiots ») reflète le risque extrêmement élevé associé à cette phase d'amorçage⁸⁶. On peut aussi espérer un financement de la part de certaines fondations philanthropiques, même si ce genre de financement arrive en principe légèrement plus tard⁸⁷. Enfin, le lancement d'un projet de financement participatif peut aussi être envisagé.

Les fonds obtenus à ce stade ne dépassent que rarement le million de francs ; en raison de ces montants encore peu importants, les sociétés de capital-risque préfèrent donc attendre avant de s'impliquer⁸⁸. La durée de l'investissement effectué à ce stade peut aller jusqu'à dix ans, voire plus⁸⁹. Notons finalement

⁸⁰ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 41 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 25 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 20s.

⁸¹ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 28 ; WILLIMANN, *Capital-risque*, p. 51.

⁸² Rapport capital-risque 2012, p. 9 ; GANTENBEIN ET AL., p. 9 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 6 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 10.

⁸³ Art. 621 CO.

⁸⁴ Art. 632 al. 2 CO.

⁸⁵ JACCARD, *Contrats modèles*, § 2 ; WENGER/SPECK, p. 180.

⁸⁶ Rapport capital-risque 2012, p. 9 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 935.

⁸⁷ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 5 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 21 ; WILLIMANN, *Capital-risque*, p. 51.

⁸⁸ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 25 ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 5.

⁸⁹ FREI, *Assessment*, p. 94 et les références citées.

qu'il n'existe encore que peu de formalisme ; le fondateur a donc un grand rôle à jouer⁹⁰.

B. Développement initial

- 53 Après avoir réuni le capital minimal pour la fondation de la société vient la phase de développement initial (« *start-up/early stage* », « *Gründungsphase* »)⁹¹ ; cela signifie que le produit ou le service est prêt à entrer sur le marché⁹². Le financement sert donc principalement au marketing et à la capacité de production⁹³. Les risques sont encore élevés : les banques refusent généralement de s'engager à ce stade⁹⁴. Dès lors, ce sont plutôt sur les investisseurs providentiels et les sociétés de capital-risque que la société devra compter⁹⁵.
- 54 Le tour de financement ayant lieu à ce stade s'appelle le tour A⁹⁶. D'importantes et âpres négociations ont lieu entre les fondateurs et les nouveaux bailleurs de fonds. Il s'agit notamment de s'accorder sur la valorisation et le contrôle de l'entreprise, le droit à l'information ou encore la présence de garanties fournies par les fondateurs⁹⁷.
- 55 Les fonds obtenus durant cette phase de financement sont de l'ordre d'un à cinq millions de francs⁹⁸ ; la durée de l'investissement consenti à cette étape peut aller jusqu'à huit ans⁹⁹. Il est recommandé de s'adjoindre les services d'avocats spécialisés, en raison des sommes en jeu, de la complexité et de l'importance des diverses clauses contractuelles à rédiger¹⁰⁰.

⁹⁰ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 11.

⁹¹ GERHARD, *Exit*, p. 84. *Contra* WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 30, qui place – selon nous à tort – le *early stage* avant le *seed*.

⁹² FREI, *Assessment*, p. 94 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 6 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 10.

⁹³ Rapport capital-risque 2012, p. 11 ; BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 38 ; FREI, *Assessment*, p. 94 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 28.

⁹⁴ Rapport capital-risque 2012, p. 11 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 935 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 28.

⁹⁵ FREI, *Assessment*, p. 94 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 935.

⁹⁶ « *Round A* » ou encore « *first round* », cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 5 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 30. Pour une liste des 20 plus gros tours de financement de 2018, cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2019*, p. 9 ss.

⁹⁷ JACCARD, *Contrats modèles*, § 3.

⁹⁸ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 5.

⁹⁹ FREI, *Assessment*, p. 94.

¹⁰⁰ JACCARD, *Contrats modèles*, § 3.

C. Expansion

La phase d'expansion (« *later stage* », « *development phase* », « *Wachstumsphase* ») est une phase marquée, si tout se passe comme espéré, par la croissance de la société. Cette dernière détient alors un produit fini, commercialisé ou du moins commercialisable ; elle peut pénétrer d'autres marchés¹⁰¹ ; elle doit cependant continuer son expansion et a de ce fait besoin de fonds supplémentaires pour augmenter la production et la distribution¹⁰² ; il s'agit là d'une expansion endogène¹⁰³. *A contrario*, une expansion exogène se fait par le biais de la reprise d'autres sociétés ou par l'établissement de *joint-ventures*¹⁰⁴. 56

C'est en général à ce stade qu'un prêt mezzanine (au sens strict) peut être mis en place¹⁰⁵. Quant au financement par crédit bancaire, il n'est envisageable que si le bilan et le *cash-flow* sont prometteurs¹⁰⁶. Les fonds obtenus à cette étape dépassent en principe les cinq millions¹⁰⁷. Les tours de financement sont généralement appelés B s'il s'agit du deuxième tour, respectivement C s'il s'agit du troisième, et ainsi de suite¹⁰⁸. 57

C'est déjà là que l'on peut espérer atteindre le *break even*, autrement dit parvenir à ce que les profits couvrent les pertes¹⁰⁹. 58

¹⁰¹ FREI, *Assessment*, p. 94 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 28.

¹⁰² Rapport capital-risque 2012, p. 12 ; BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 38 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 28 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 31 ; WILLIMANN, *Capital-risque*, p. 51.

¹⁰³ GERHARD, *Exit*, p. 93 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 6 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 31, qui parle lui d'expansion « interne ».

¹⁰⁴ GERHARD, *Exit*, p. 93 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 31, qui utilise le terme d'expansion « externe » et de « *Akquisitionsfinanzierung* ».

¹⁰⁵ Rapport capital-risque 2012, p. 12 ; WILLIMANN, *Capital-risque*, p. 51.

¹⁰⁶ Rapport capital-risque 2012, p. 12.

¹⁰⁷ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 5.

¹⁰⁸ Pour les plus curieux, cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 49 ss qui recense tous les tours de financement ayant eu lieu en 2017, les montants en question, le moment de l'investissement, ainsi que le fait d'avoir bénéficié de certains programmes d'aides.

¹⁰⁹ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 11 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 11.

D. Maturité

- 59 A ce stade, on considère que la société a atteint un certain degré de maturité, pour autant qu'elle existe toujours et se porte suffisamment bien. Ce n'est cependant pas pour autant que son besoin de financement disparaît. Ainsi, il existe divers types de financements imaginables à ce stade, comme le *bridge-pre-IPO*¹¹⁰, le *buyout*¹¹¹ ou encore le *distressed turnaround*¹¹². Les montants sont alors bien plus importants ; ils peuvent aller de cinq à plusieurs dizaines de millions de francs¹¹³. Le présent travail abordant uniquement le financement des jeunes sociétés, nous ne reviendrons pas plus en détails sur ces diverses phases.

E. Schéma

- 60 Le cycle de financement d'une jeune société innovante a pu être analysé dans les paragraphes ci-dessus. Il nous paraît intéressant d'illustrer les besoins de fonds de la société par un schéma. On observe bien la fameuse vallée de la mort (« *death valley* », parfois aussi appelée « traversée du désert »¹¹⁴) au début de l'existence de la jeune société. Cet état de fait est extrêmement problématique car c'est durant cette période qu'il y a un réel besoin d'argent, ce qui oblige parfois la société à s'expatrier.

¹¹⁰ Aussi appelé financement ou crédit relais (« *bridge loan* », « *Überbrückungskredit* »), il permet à la société d'effectuer une éventuelle réorganisation avant l'entrée en bourse et de préparer la cotation, cf. WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 33s. A noter qu'un tel crédit relais peut aussi être utilisé lorsque le besoin de liquidités est urgent, p. ex. lorsque les cotisations sociales ou les salaires doivent absolument être payés. Ce dernier pourra être converti en fonds propres lors d'un prochain tour de financement, souvent en contrepartie d'un prix d'émission plus bas, cf. ; ENZ/RAVARA, p. 11 ; REHM, *Projektfinanzierung*, p. 188s. ; WYSS, *I. Teil*, p. 423.

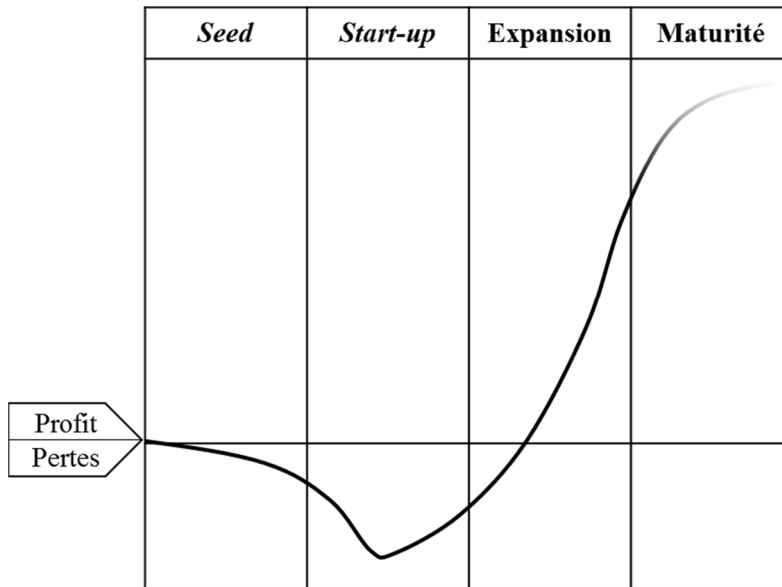
¹¹¹ Le *buyout* signifie le changement de propriétaire de la société. Le *buyout* peut être effectué par le *management*, on parle alors de *management buyout*. Cf. WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 32s.

¹¹² Dans le cas du *turnaround*, il s'agit de financer la société par le biais de fonds propres ou hybrides, pour en permettre la restructuration ou l'assainissement. Voir Message LPCC 2005, p. 6070, ndbp 72 ; BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 39 ; ETIQUE/VILLA, p. 253s. ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 31.

¹¹³ AUCIELLO, *Capital croissance*, § 3.

¹¹⁴ DELAYE, *Capital-risque*, § 13 ; LOMBARD ET AL., p. 121 ; Entretien avec M. WILHELM.

Lorsque la société trouve le segment de marché adapté, elle commence à réaliser suffisamment de revenus pour compenser ses pertes, on considère qu'elle a atteint le « *break even* » (« *Gewinnzone* »)¹¹⁵. Les revenus supplémentaires permettent alors le développement de la société.



Inspiré de : FREL, *Assessment*, p. 93.

III. Coûts du financement

Le financement d'une jeune société entraîne certains coûts chez la jeune société. Tous ces coûts doivent être pris en compte de manière globale. Ils représentent une charge financière bien évidemment, mais aussi une charge temporelle et relationnelle. Nous suivons BERNET/DENK et PICOT¹¹⁶, et choisissons de diviser ces coûts en cinq catégories, que nous explicitons ci-après. Nous terminerons par brièvement décrire quelques aspects fiscaux devant être pris en compte, et proposer certaines méthodes permettant de réduire les coûts du financement.

¹¹⁵ LOMBARD ET AL., p. 121 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 10 ; WENGER/SPECK, p. 178, ndbp 11. Pour la différence entre le *break-even* et le *cash break-even*, cf. WENGER/SPECK, p. 179, ndbp 12.

¹¹⁶ BERNET/DENK, p. 44 et la référence à PICOT. Même si ces auteurs parlent principalement du financement des PME, nous considérons que cette catégorisation reste pertinente pour les jeunes sociétés.

A. Coûts de prospection

- 64 Les coûts de prospection sont les coûts liés en premier lieu à la recherche d'un bailleur de fonds¹¹⁷ : frais liés à des déplacements, des conférences (« *roadshows* »), des prises de contacts, éventuellement un marketing ciblé, permettant de rencontrer et potentiellement convaincre les bailleurs de fonds.
- 65 Il s'agit en outre des frais liés à l'analyse dudit bailleur de fonds : on parle alors de *reverse due diligence*. En effet, une fois que les divers bailleurs de fonds potentiellement intéressés ont été prospectés, encore faut-il que le fondateur, la société et/ou le *management* décide si ces bailleurs sont dignes d'intérêt¹¹⁸. La réputation de l'investisseur est l'un des éléments à prendre en compte, notamment en ce qui concerne son expérience et ses capacités¹¹⁹. En particulier, il faudra étudier leur *track record*, et savoir si les bailleurs de fonds ont déjà fondé leur propre société, ou investi dans certains projets, et si oui avec quel résultat. D'éventuelles références pourront aussi être demandées. A ce stade, l'aide et les conseils de *coachs* ou de *business angels* expérimentés peuvent être bienvenus.
- 66 Là encore, le tri ou la sélection (« *screening* ») des bailleurs de fonds a un certain coût, le but étant d'écarter les bailleurs de fonds qui pourraient avoir une influence négative sur le bon fonctionnement de la société, sur les relations entre les actionnaires et avec le conseil d'administration. On pense par exemple au cas où l'investisseur deviendrait fournisseur ou client de la société, voire même concurrent, ou en dépendrait de quelque autre manière que ce soit¹²⁰ : dans un tel cas, quand bien même le financement peut se passer de la meilleure manière possible initialement, on risque d'aboutir à des situations de blocage lorsque la jeune société tentera de s'en émanciper.

B. Coûts de négociation et de rédaction des contrats

- 67 Il est important de négocier et de rédiger au mieux les contrats de financement. Cela entraîne certains coûts de négociation et de préparation des contrats. Ils découlent du fait que les parties doivent négocier, puis rédiger précisément les conditions du financement, notamment pour remédier au mieux à l'asymétrie de l'information existant entre les parties¹²¹. Bien entendu, plus les

¹¹⁷ BEHRENS, *Grundlagen*, p. 106.

¹¹⁸ BERNET/DENK, p. 52 ; ULLMANN/HEGI, p. 85.

¹¹⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 273.

¹²⁰ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

¹²¹ BERNET/DENK, p. 51 ; ULLMANN/HEGI, p. 85.

montants en jeu sont élevés, plus la négociation et la rédaction des contrats seront importantes.

C. Coûts d'exécution

Les contrats de financement doivent être signés et exécutés ; ils entraînent ce que l'on nomme les coûts d'exécution¹²². Il s'agit là de tous les frais liés à la mise en œuvre du contrat et des obligations qui en découlent, comme les divers droits sociaux, patrimoniaux ou d'information, octroyés aux parties. 68

Dans le cas du financement par fonds étrangers, on pense notamment au paiement d'intérêts et au remboursement, ainsi qu'à la remise régulière de certaines informations. Pour le financement par fonds propres, ce sont les frais liés principalement à la libération d'actions et à l'augmentation de capital qui doivent être envisagés¹²³. En outre, le fait de ne plus pouvoir disposer, placer ou investir les fonds propres injectés dans la jeune société a un coût, que l'on nomme le coût d'immobilisation du capital¹²⁴. 69

D. Coûts de contrôle

Durant le financement, le bailleur de fonds doit user de plusieurs moyens pour surveiller et contrôler que tout se passe conformément à ce qui a été convenu entre les parties (« *monitoring* »). Cela entraîne ce que l'on nomme des coûts de contrôle¹²⁵. 70

Plus l'asymétrie de l'information est importante, plus le bailleur de fonds devra s'efforcer de surveiller correctement la marche de la société. Ce plus haut degré de surveillance a pour conséquence que la jeune société devra délivrer un plus grand nombre d'informations, de manière plus méticuleuse, au bailleur de fonds ; on nomme cela le *reporting*¹²⁶. 71

E. Coûts d'ajustement

Souvent, une fois le financement mis en place, certains points doivent être modifiés et ajustés (par exemple, mises en œuvre de clauses anti-dilution et 72

¹²² BEHRENS, *Grundlagen*, p. 106s.

¹²³ BERNET/DENK, p. 51 ; ULLMANN/HEGL, p. 85.

¹²⁴ LE MOIGNE, *Supply Chain Management*, p. 239 ss.

¹²⁵ BEHRENS, *Grundlagen*, p. 106 ss ; ULLMANN/HEGL, p. 85.

¹²⁶ BERNET/DENK, p. 52.

remises de nouvelles actions, adaptation du taux d'intérêt, *milestones*, etc.), que cela soit dans le contrat même ou dans sa mise en œuvre. Il s'agit là des coûts d'ajustement, qui peuvent, eux, mener à de nouveaux coûts de négociation¹²⁷.

F. Aspects fiscaux

- 73 Même si les aspects fiscaux ne sont pas l'objet du présent travail, il convient de relever brièvement qu'il existe certains coûts liés à la charge fiscale que le financement d'une jeune société peut causer chez la société ou chez les actionnaires. Relevons tout d'abord qu'il n'existe actuellement aucune réglementation fiscale, au niveau fédéral, dédiée aux jeunes sociétés ; cela pourrait toutefois changer dans les années à venir, puisque le Conseil fédéral souhaite améliorer le cadre fiscal y applicable¹²⁸.
- 74 Un impôt sur la fortune est prélevé chez le fondateur et les détenteurs d'actions. A cet égard, la valeur de la société (et donc des actions détenues) sera évaluée à sa valeur substantielle¹²⁹ lors de l'année de sa fondation, c'est-à-dire à hauteur de ses fonds propres¹³⁰. Cela est problématique lorsqu'un investissement conséquent (par exemple de plusieurs millions) prend place lors d'un tour de table : le fondateur, en particulier, risque d'être contraint d'utiliser une partie de son (souvent maigre) revenu pour s'acquitter de l'impôt sur la fortune¹³¹. Certains cantons prévoient toutefois déjà certains allègements pour les actionnaires et fondateurs de jeunes sociétés¹³².

G. Réduction des coûts

- 75 Le but pour les parties est de limiter autant que possible les divers coûts évoqués ci-dessus. À notre avis, permettront cela 1) un professionnalisme à toute épreuve des parties impliquées, qu'il s'agisse du fondateur, du *management*, des bailleurs de fonds ou des personnes impliquées, telles les avocats, notaires et autres experts ; 2) un *business plan* complet, clair et précis ; 3) le respect

¹²⁷ BEHRENS, *Grundlagen*, p. 106 ss ; BERNET/DENK, p. 53 ; ULLMANN/HEGI, p. 85.

¹²⁸ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 55.

¹²⁹ Cf. N 573.

¹³⁰ Evaluation start-up 2017, p. 2.

¹³¹ ZIMET Mélanie, *Quelle fiscalité pour les start-upeurs?*, PME.ch, 19 avril 2018 <<https://www.pme.ch/finances/2018/04/19/fiscalite-startupeurs>> (consulté le 27 juin 2019).

¹³² Comme par exemple le canton de Genève (art. 60 al. 1 LIPP-GE) ou de Neuchâtel (art. 49 LCdir-NE). Pour approfondir, OBERSON, *Bouclier fiscal*, § 5 ss.

strict des obligations contractuelles et légales en vigueur pour les parties ; et enfin, 4) une optimisation de la charge fiscale applicable à la société et aux détenteurs d'actions.

Toutefois, il est important de ne pas précipiter les choses et de consacrer suffisamment de temps et d'argent au financement, pour éviter les situations de blocage, de tensions ou les litiges, bien plus coûteuses sur le long terme. Il est aussi possible de réduire ces coûts en préparant le projet au mieux avant de se lancer dans la prospection. Pour reprendre les mots de DELAFONTAINE¹³³, « l'important, c'est de prouver le plus possible avant de lever de l'argent ».

76

Chapitre 2 : Acteurs du financement

Nous allons désormais présenter les acteurs du financement. En premier lieu, nous nous pencherons sur la personne du fondateur et le rôle qu'il joue. Nous analyserons ensuite la jeune société, qui est en définitive la première concernée par le financement. Il s'agira tout d'abord d'expliquer ce que nous entendons par *jeune* société, puis d'aborder l'aspect innovant du produit ou service et le rôle de l'innovation en Suisse, et enfin d'analyser la manière dont la société sera organisée, à savoir quelle forme juridique et quelle structure seront les plus adaptées. Nous nous intéresserons ensuite aux divers bailleurs de fonds existants, ainsi qu'à l'importance de la haute direction. Nous renonçons à aborder l'organe de révision, puisque les jeunes sociétés remplissent en principe les conditions pour valablement renoncer au contrôle restreint (art. 727a al. 2 CO)¹³⁴.

77

¹³³ Cité par PLANCADE, *Levée de fonds*, § 8.

¹³⁴ Voir toutefois le modèle SECA qui prévoit une clause concernant l'élection de l'organe de révision, cf. SECA, *Shareholders agreement*, p. 13.

I. Fondateur

A. Définition

- 78 Au sens du droit suisse des sociétés, le fondateur est tout souscripteur s'engageant à fonder une société dans l'acte constitutif (art. 629 al. 1 CO). La qualité de fondateur est donc abordée d'un point de vue purement formel¹³⁵. Ainsi, un investisseur souscrivant des actions dans l'acte constitutif, aux côtés de l'entrepreneur, sera aussi considéré comme un fondateur au sens du droit des sociétés, si bien que cette définition n'est pas satisfaisante. L'objet du présent travail porte sur le financement d'une jeune société et les rapports entre les acteurs impliqués, notamment entre l'entrepreneur et les bailleurs de fonds. Pour que l'analyse qui suit soit pertinente, d'un point de vue scientifique, académique et pratique, il est donc nécessaire que la notion de fondateur soit définie de manière plus restreinte, selon ce qui suit.
- 79 En premier lieu, et toujours au sens du présent travail, le fondateur est un inventeur¹³⁶. Il a imaginé ou développé, pour son propre compte, un concept de bien ou service. En second lieu, le fondateur est un entrepreneur : il souhaite continuer le développement de son produit ou service et le commercialiser, et a besoin, pour cela, de lever des fonds. En effet, et c'est là notre troisième élément de définition, le fondateur ne possède pas une fortune suffisante pour financer lui-même l'essor de la jeune société. Quatrièmement, le fondateur sera un fondateur au sens du droit des sociétés, en ce sens qu'il sera souscripteur d'une société de capitaux lors de sa fondation, parfois aux côtés d'investisseurs, comme explicité ci-dessus (art. 629 al. 1 CO). Il deviendra actionnaire de la société (art. 698 ss CO), et devra parfois cohabiter avec les bailleurs de fonds, en vertu des rapports de droit contractuel et/ou de droit des sociétés tissés. Enfin, il sera, dans la mesure du possible, impliqué dans la gestion de la jeune société (art. 716a CO), au sein du conseil d'administration et/ou de la direction.

¹³⁵ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 629 N 2. Cf. aussi CR CO II-TRIGO TRINADADE/BERISHA, art. 697i N 35, qui parlent de fondateur au sens « strict ».

¹³⁶ Nous empruntons ce terme au droit de la propriété intellectuelle, faute de mieux. Il faut toutefois relever que l'idée ou le concept qu'a le fondateur n'est pas forcément une « invention » pouvant faire l'objet d'une protection au sens du droit précité.

En définitive, dans le contexte de notre recherche, le terme de fondateur désignera le cas du fondateur inventeur, entrepreneur, à la recherche de financement externe, actionnaire, administrateur et/ou employé¹³⁷. Cela nous permet d'écarter les cas où un inventeur céderait immédiatement son idée porteuse (à un investisseur stratégique par exemple), ne fonderait pas une société de capitaux, se désengagerait immédiatement, ou serait totalement indifférent à la gestion et au contrôle de la société. 80

Concernant ce dernier point, il faut préciser que la gestion de la jeune société peut donc s'avérer difficile pour le fondateur, qui n'a pas forcément d'expérience dirigeante notamment en ce qui concerne la commercialisation ou la direction financière¹³⁸. Il compense de telles faiblesses, en règle générale, par une vision à long terme pour son projet, de très bonnes compétences techniques et une grande motivation¹³⁹. On peut aller jusqu'à dire que le fondateur est émotionnellement investi¹⁴⁰. 81

Enfin, il est important que le fondateur de la jeune société soit ambitieux et compétent. Le parcours du combattant qu'est le financement et le développement d'une jeune société nécessite une force de caractère à toute épreuve¹⁴¹. On considère en effet que le fondateur d'une jeune société innovante consacra 80% de son activité, pendant 6 à 9 mois, à chercher et tenter de convaincre de potentiels investisseurs¹⁴². Enfin, il faut savoir que le domaine du financement est un domaine très technique, terrain inconnu qui peut vite se révéler déstabilisant pour le fondateur¹⁴³. 82

¹³⁷ En définitive, cette kyrielle de casquettes portées par le fondateur est illustrée, dans une certaine mesure, par la citation de LOMBARD ET AL., p. 116, mise en exergue au début de la présente thèse : « [t]out commence toujours par une innovation, une volonté entrepreneuriale, le sens du commerce et beaucoup de travail ». On relève ainsi les idées d'invention, de commercialisation et d'implication dans la société.

¹³⁸ FREI, *Assessment*, p. 94 ; Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

¹³⁹ FREI, *Assessment*, p. 94 ; FREY, *Investment Agreement*, p. 60 ; GANTENBEIN ET AL., p. 12 ; LOMBARD ET AL., p. 116.

¹⁴⁰ Entretien avec M. WILHELM.

¹⁴¹ LOMBARD ET AL., p. 116 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 4s. et 21.

¹⁴² PLANCADE, *Levée de fonds*, § 2. Comme le dit Pascal Bourcier, « la création d'entreprise n'est pas un sprint, mais une course de fond », cité dans MAURISSE, *Start-up*, § 17.

¹⁴³ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

B. Investissement personnel

- 83 Le fondateur est en réalité la première personne à investir des fonds propres dans la société ; souvent, ses fonds sont malheureusement insuffisants pour permettre un réel essor de la société¹⁴⁴.
- 84 Pour optimiser le financement de sa jeune société, le fondateur peut effectuer plusieurs choses : investir ses économies et se verser un salaire modeste, effectuer des apports en nature (machines, véhicules, immobilier, etc.), ou encore hypothéquer ses éventuels biens immobiliers pour garantir un emprunt bancaire¹⁴⁵. A titre informatif, il convient de noter que même si le retrait du capital de la caisse de pension, autrement dit l'utilisation de son 2^e pilier, pour créer une société anonyme n'est pas admis, il reste possible de retirer ledit 2^e pilier pour financer son entreprise individuelle. Le fondateur peut ensuite transformer la raison individuelle en société anonyme (art. 5 al. 1 lit. b LFLP) ; cela peut se faire immédiatement s'il le souhaite, car il n'existe pas de délai de carence¹⁴⁶.
- 85 Le fondateur effectue un certain apport en capital, mais aussi et surtout consacre son travail et en temps. En principe, le fondateur parvient à réunir suffisamment de fonds pour fonder la société ; il pourra, pour ce faire, profiter des nombreuses bourses et autres prix, compléments de fonds bienvenus¹⁴⁷. L'investissement patrimonial effectué par le fondateur est aussi une preuve de la confiance qu'il a dans son projet (on appelle cela la « *skin in the game* »)¹⁴⁸. Un bailleur de fonds investira plus facilement s'il constate que le fondateur est lui-même sérieusement engagé et investi. En effet, cela peut être un signe fort à l'égard des investisseurs, qui auront la certitude que l'entrepreneur croit en son projet, en tant qu'il est prêt à risquer son propre patrimoine.

¹⁴⁴ CCIG, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 93 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 31 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 29 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 302. On considère que lancer sa société coûte en moyenne CHF 53'000 (en dehors de la fondation d'une société de capitaux), ce qui permet de couvrir les premiers équipements et la charge des premiers mois d'activité, cf. MAURISSE, *Start-up*, § 1.

¹⁴⁵ Les crédits hypothécaires sont en règle générale plus avantageux que les crédits bancaires, cf. DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/fonds-propres.html>> (consulté le 27 juin 2019).

¹⁴⁶ Pour les aspects fiscaux d'une telle transformation, cf. ROUILLER ET AL., p. 880.

¹⁴⁷ Entretien avec M. DUTHEIL.

¹⁴⁸ Entretien avec M. DUTHEIL ; Entretien avec M. BEAUMONT.

C. Partage du contrôle

Il est essentiel que le fondateur accepte de déléguer, sache s'entourer de personnes en qui il a confiance et ait de bons contacts avec les « décideurs »¹⁴⁹ (« *decision makers* »), en raison de la charge de travail énorme que la création, la gestion et le financement d'une jeune société représentent¹⁵⁰. Il devra aussi veiller à « ne pas s'accrocher » inutilement¹⁵¹ et accepter de partager la gestion avec des personnes plus compétentes et à même de mener la société vers des horizons réjouissants. 86

Relevons qu'il est fréquent que le fondateur rechigne à partager le contrôle de sa société. Il est néanmoins largement admis que c'est une étape nécessaire pour parvenir à croître de manière optimale, notamment lors de l'arrivée de capital-risqueurs : l'injection de capitaux et les compétences de l'investisseur permettront d'améliorer fortement les chances de survie de la jeune société¹⁵². Il s'agit là d'un dilemme auquel tout fondateur sera confronté : lever des fonds pour sa société se fera uniquement en cédant tout ou partie du contrôle de la société¹⁵³, généralement en acceptant d'ouvrir le capital-actions de la société. 87

Pour la suite de ce travail, c'est le cas du fondateur actif dans la gestion de sa jeune société qui est abordé. En effet, un fondateur abandonnant immédiatement l'administration de sa société est un cas plutôt rare et n'ayant somme toute aucun intérêt pratique ou académique. Par ailleurs, le fondateur sera généralement l'actionnaire unique de la société, du moins lors de la création. Il devra ainsi régler soigneusement ses rapports avec les investisseurs, qui deviendront potentiellement actionnaires à ses côtés. 88

II. Jeune société innovante

La jeune société innovante (ci-après : la jeune société) est la personne morale à qui le financement doit profiter, pour lui permettre de lancer ses opérations et produire ou effectuer ce pour quoi elle a été créée. 89

¹⁴⁹ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT : on entend par là les personnes externes à la société qui ont un certain pouvoir et qui peuvent réellement contribuer à faire avancer les choses, que ce soit au niveau légal, fiscal, opérationnel ou financier.

¹⁵⁰ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

¹⁵¹ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

¹⁵² SÖDING, *Private Equity*, p. 28 ; Entretien avec M. BEAUMONT.

¹⁵³ Entretien avec M. BEAUMONT. Voir aussi à ce sujet WASSERMAN Noam, *The Founder's Dilemma*, Princeton 2013.

A. Généralités

- 90 Nous définissons tout d'abord la jeune société, puis nous penchons sur le but qu'elle poursuit et les fonds dont elle a besoin pour y parvenir. Enfin, quelques statistiques permettront d'avoir une idée de l'importance des jeunes sociétés en Suisse.

1. Définition

- 91 D'entrée de jeu et dans un but de clarté, nous choisissons d'écarter le terme de « *start-up* ». En effet, cette terminologie en vogue, utilisée de manière large, prête à confusion : comme nous l'avons vu, le *start-up stage* (ou développement initial) est une phase particulière d'une jeune société, qui suit l'amorçage (le *seed*). Pour éviter des malentendus dans le cadre de ce travail, la définition de la jeune société ne sera pas cantonnée au stade de *start-up*, mais sera étendue pour comprendre les phases allant de sa création à sa maturité.
- 92 Le législateur avait tenté, en 1999, de définir les jeunes sociétés innovantes dans la LSCR par les termes suivants : « nouvelles entreprises porteuses de projets innovateurs [...] dans le domaine des biens et des services » (art. 3 al. 1 LSCR). Cette définition permet de dégager certains attributs clés de la jeune société mais en omet d'autres¹⁵⁴. Selon nous, la jeune société à financer remplit les conditions suivantes¹⁵⁵:
1. La société est jeune. Il n'existe pas de consensus doctrinal quant à l'âge exact jusqu'auquel une société peut encore être considérée comme « jeune »¹⁵⁶. Cela dépendra des circonstances particulières, comme par exemple le *time to market* ou le domaine dans lequel la société se projette.
 2. Elle innove. Elle doit posséder une idée porteuse intéressante, à savoir un projet innovant de bien ou service dans un domaine prometteur. Nous revenons sur l'innovation de l'idée porteuse dans les sections qui suivent.

¹⁵⁴ Du même avis, GOOSSENS/KLADNY, p. 2.

¹⁵⁵ On rencontre aussi le terme de « société cible » ; selon nous, ce terme est plus judicieux dans le contexte de fusions et acquisitions et sera donc écarté dans le présent travail.

¹⁵⁶ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 9 et les références citées.

3. Elle n'est pas cotée en bourse¹⁵⁷. Cela permet aux parties de négocier le financement de manière bien plus libre et détaillée que si la société était cotée. Cependant, la jeune société sera bien plus opaque qu'une société cotée, ce qui aura pour conséquence de rendre le processus d'investissement plus long et onéreux¹⁵⁸.
4. La jeune société n'est pas rentable : elle est pauvre et a besoin de fonds, sans pouvoir fournir des garanties¹⁵⁹. Comme le formule finement GERICKE, la jeune société est « pauvre en cash, mais riche en potentiel »¹⁶⁰. Au surplus, ce manque de fonds se reflète par son flux de trésorerie qui est en principe négatif, par l'absence de réserves et l'impossibilité d'accéder au crédit bancaire¹⁶¹. Cela s'explique par le fait que la jeune société ne génère pas (ou que peu) de revenus durant ces premières années d'existence, et utilise ses fonds principalement pour la recherche et le développement de son produit ou service¹⁶².
5. Il s'agit d'une société de capitaux, et généralement durant ses premières années de vie, d'une PME : elle ne remplit en effet les conditions posées par la loi pour être considérée comme telle (par exemple, art. 727 ch. 2 CO, ou art. 2 lit. e LFus), lorsque son effectif est de moins de 250 employés, que son chiffre d'affaires annuel est de moins de CHF 40 mio, ou encore que le total de son bilan n'excède pas CHF 20 mio.
6. Son sociétariat est réduit : les actionnaires de la jeune société sont peu nombreux. Il s'agit essentiellement du fondateur et des investisseurs. Cela a pour conséquence que les liens des actionnaires entre eux, ainsi qu'avec la société et son *management*, sont généralement étroits.

¹⁵⁷ BANIK ET AL., p. 17 ; GERHARD, *Exit*, p. 85 ; JACCARD, *Privilège de liquidation*, p. 60 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 23s. Relevons qu'il arrive parfois que certaines jeunes sociétés fassent l'objet d'une IPO, souvent sur le sol américain, comme par exemple la jeune société genevoise *ObsEva*, ayant levé CHF 97 mio sur le Nasdaq en 2017, cf. TDG.ch, *Nasdaq: une start-up genevoise lève des millions*, 8 mars 2017 <<https://www.tdg.ch/economie/Nasdaq-une-startup-genevoise-leve-des-millions/-story/20060136>> (consulté le 27 juin 2019). Voir aussi l'art. 2 lit. e LJDEDI.

¹⁵⁸ GERHARD, *Exit*, p. 85.

¹⁵⁹ BANIK ET AL., p. 17.

¹⁶⁰ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 127 (trad. libre de l'allemand).

¹⁶¹ BERSHEDA VUCUROVIC, *Révision*, p. 248.

¹⁶² C'est d'ailleurs l'un des critères à remplir pour être considéré comme une « jeune entreprise développant des innovations » par la LJEDI (art. 2 lit. f LJEDI : 35% des charges doivent être utilisées pour l'activité de recherche).

2. But

- 93 Le but ultime de la jeune société est en fin de compte de parvenir à dégager un profit, autrement dit, d'être rentable. On appelle cela le seuil de rentabilité (« *break even* », « *Gewinnzone* »). A partir de ce moment, l'investissement effectué servira principalement à accélérer la croissance, alors qu'il servait auparavant à couvrir les pertes¹⁶³.
- 94 Malheureusement, le chemin vers la rentabilité est long et pénible. Ainsi, beaucoup de jeunes sociétés s'effondrent avant de l'avoir atteint, parce que le produit n'est pas satisfaisant ou le marché pas encore prêt, ou encore parce que le *burn rate*¹⁶⁴ est trop élevé¹⁶⁵.
- 95 En dehors de la conjoncture socio-économique suisse que nous allons analyser dans la suite de ce travail, il existe diverses raisons à cette difficulté qu'ont les jeunes entreprises à se développer positivement. On pense par exemple au manque de notoriété, au délai de mise au point du produit ou service, au manque de cohésion de l'équipe, à une stratégie marketing imparfaite ou encore à un possible manque d'expérience commerciale du fondateur¹⁶⁶.

3. Besoin de financement

- 96 Une jeune société a un besoin vital de financement pendant et après sa création¹⁶⁷ ; en effet, dans cette phase, il n'existe pas encore de bénéfice permettant le maintien, encore moins l'expansion de la jeune société. CORNELL/SHAPIRO le formulent de manière intéressante en déclarant : « *the most obvious sign of a rapidly growing company is its large appetite for cash* »¹⁶⁸. Ces fonds sont principalement utilisés pour la R&D, la manufacture, le marketing et la commercialisation du produit¹⁶⁹. Alors que quelques centaines – voire dizaines – de milliers de francs pourraient suffire au lancement d'une

¹⁶³ WENGER, *Venture Capital*, p. 11.

¹⁶⁴ Il s'agit de la consommation mensuelle des liquidités, « *Kapitalverbrauch* » en allemand. Cf. WENGER, *Venture Capital*, p. 28.

¹⁶⁵ BONVIN, *Start-up*, § 6 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 11.

¹⁶⁶ LOMBARD ET AL., p. 116.

¹⁶⁷ BEHR/WIRTH, p. 162 ; GRIEDER ET AL., *Teil A*, p. 1 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 936 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 1 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 3.

¹⁶⁸ CORNELL/SHAPIRO, p. 13.

¹⁶⁹ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 221.

jeune société traditionnelle, on considère que les besoins d'une jeune société à proprement parler innovante se chiffrent en millions¹⁷⁰.

Malheureusement, il reste extrêmement difficile de trouver le financement nécessaire¹⁷¹ : les fonds étrangers sont souvent inaccessibles et les fonds propres difficiles à trouver. Dès lors, on considère qu'il faudra s'adresser à une centaine d'investisseurs au moins pour espérer trouver les fonds¹⁷². La difficulté d'obtenir un financement concerne aussi les PME et n'est pas propre au territoire helvétique ; en 2011, la Commission européenne a reconnu le problème et choisi d'améliorer l'environnement réglementaire des PME afin d'alléger les coûts et charges supportés par ces dernières, facilitant ainsi l'accès au financement¹⁷³.

En outre, le facteur temps est un facteur essentiel¹⁷⁴, car la jeune société est constamment au bord du surendettement et le jugement de faillite subséquent (art. 725 al. 2 CO), même lorsque le potentiel de succès est avéré. Comme le précise BERSHEDA VUCUROVIC, « les chiffres sur le bilan ne reflètent pas correctement l'état de santé de la société et sont inévitablement incomplets »¹⁷⁵. Il est ainsi fréquent que les jeunes sociétés soient sous-capitalisées peu de temps après la phase de lancement¹⁷⁶ ; les administrateurs d'une jeune société seront souvent plus enclins à repousser ou omettre l'avis au juge en situation de surendettement (art. 725 CO), quitte à risquer d'engager leur responsabilité personnelle, au sens de l'art. 754 CO, pour le dommage de continuation d'exploitation (« *Fortführungsschaden* »)¹⁷⁷. L'avis de GERICKE sur la faillite est d'ailleurs très tranché : « *[o]ftmals führt [der Konkurs] zu einer unverhältnismässigen Wertvernichtung, ohne dass damit ein Gewinn für die Gläubiger verbunden wäre. Der Grund dafür ist folgender: Selten scheitert ein Unternehmen, weil sämtliche Bereiche unrentabel oder sämtliche Projekte technisch oder aus anderen Gründen erfolglos sind. Oft ist es sogar so, dass gar nichts wirklich scheitert, aber die Liquidität für die Bezahlung der laufenden Rechnungen nicht rechtzeitig bereitgestellt werden kann* »¹⁷⁸. Il ressort de ce qui précède que les dispositions concernant l'avis au juge en cas de suren-

¹⁷⁰ Entretien avec M. WILHELM.

¹⁷¹ VON DER CRONE/PROJER, p. 20.

¹⁷² WENGER/HONOLD, p. 145.

¹⁷³ Plan d'action EU 2012, p. 9 ss.

¹⁷⁴ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

¹⁷⁵ BERSHEDA VUCUROVIC, *Révision*, p. 248.

¹⁷⁶ GANTENBEIN ET AL., p. 12. Voir aussi GLANZMANN, *Darlehensvertrag*, p. 133 ss, en ce qui concerne les conséquences de la sous-capitalisation.

¹⁷⁷ ATF 136 III 322, JdT 2011 II 537 ; BERSHEDA VUCUROVIC, *Révision*, p. 248.

¹⁷⁸ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 132s.

dettement (art. 725 ss CO) ne sont vraisemblablement pas adaptées aux jeunes sociétés et à leur besoin constant de financement¹⁷⁹.

- 99 En raison de l'urgence de sa situation financière, la jeune société et ses fondateurs devront prendre des décisions rapidement et ne pas perdre trop de temps avec les investisseurs indécis¹⁸⁰, en tant que cela pourrait mettre la jeune société dans une situation de détresse et de faiblesse dans les négociations, qui la contraindra à accepter des conditions parfois désavantageuses pour elle ou pour les fondateurs¹⁸¹.

B. Cadre économique

- 100 La Suisse propose un environnement *a priori* bien adapté pour le développement des jeunes sociétés : des Universités, EPF et Hautes Écoles réputées, des multinationales fortement actives dans la R&D, une industrie financière renommée et une stabilité politique hors-norme¹⁸². Toutefois, comme nous le verrons, le fort potentiel d'innovation de la Suisse n'est malheureusement pas encore suffisamment exploité ni converti en produits ou services commercialisables¹⁸³.
- 101 Certains considèrent que la culture entrepreneuriale suisse est freinée par une trop grande prudence et une stigmatisation de l'échec¹⁸⁴. Par ailleurs, en dépit de son statut de *leader* dans le domaine de l'innovation, la Suisse se classe très mal en ce qui concerne la création de jeunes sociétés innovantes. Pour le Conseil fédéral, cela s'explique, entre autres, par le fait que le taux d'emploi et les revenus sont élevés en Suisse, ce qui fait que la création d'entreprise « par nécessité » reste faible¹⁸⁵.

¹⁷⁹ BERSHEDA VUCUROVIC, *Révision*, p. 248 et les références citées ; GANTENBEIN ET AL., p. 12 ; GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 132s. ; WENGER, *Venture Capital*, p. 7. Certaines propositions ont été faites dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme, sur lesquelles nous reviendrons en temps voulu (cf. N 170).

¹⁸⁰ WENGER/HONOLD, p. 146.

¹⁸¹ WENGER/HONOLD, p. 161.

¹⁸² STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2017*, p. 32.

¹⁸³ GANTENBEIN ET AL., p. 17s. ; Entretien avec M. DUTHEIL.

¹⁸⁴ Rapport capital-risque 2012, p. 30 ; AUCIELLO, *Capital croissance*, § 5 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 47 ; WILLIMANN, *Capital-risque*, p. 48 ; Entretien avec M. WETZEL. Voir aussi à ce sujet l'interview du Conseiller fédéral Johann Schneider-Ammann dans STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 38 ss.

¹⁸⁵ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 25. On notera tout de même que la Suisse est largement en tête en ce qui concerne la création d'entreprises par des femmes, cf. Rapport jeunes entreprises 2013, p. 26.

Toutefois, en raison de son nombre élevé de sociétés de *private equity* et de son cadre légal favorable, la Suisse reste attrayante lorsqu'il s'agit de lever des fonds¹⁸⁶. D'ailleurs, on assiste à une montée en puissance de l'investissement en capital-risque : depuis 2012, l'investissement total en Suisse dans les jeunes pousses a d'ailleurs doublé, passant de CHF 316 mio en 2012 à 676 mio en 2015¹⁸⁷, et dépassant le milliard en 2018¹⁸⁸. Cela a plusieurs conséquences positives, dont notamment « une institutionnalisation croissante de l'environnement ainsi qu'un professionnalisme accru des prestataires appelés à soutenir ou conseiller les innovateurs et leurs entreprises »¹⁸⁹.

102

À titre illustratif, les nouvelles entreprises ont créé plus de 350'000 emplois entre 2002 et 2012. Cela contribue au « renouvellement du tissu économique » et fait l'objet d'une attention particulière de la part de la Confédération et des cantons¹⁹⁰. La Suisse est d'ailleurs l'un des pays les plus innovants et compétitifs qui existe¹⁹¹. Le nombre de brevets par habitants est ainsi extrêmement élevé¹⁹² ; le nombre de jeunes sociétés innovantes tout aussi impressionnant : environ sept jeunes entreprises innovantes pour 100'000 habitants, contre six pour Israël et cinq pour les États-Unis¹⁹³. Qui plus est, en 2015, la Suisse se classait au 4^e rang en ce qui concerne la part d'investissement en capital-risque selon le PIB¹⁹⁴.

103

1. Mise en œuvre de l'innovation

Comme le relèvent GANTENBEIN ET AL., c'est au niveau de la « mise en œuvre de l'innovation » que les problèmes apparaissent¹⁹⁵. En effet, seul un très faible pourcentage des idées initiales de produits ou services aboutit. Ainsi, selon une étude menée par l'IAI en 2006 et 2007 et reprise par le Conseil fédéral dans son rapport sur le capital-risque en Suisse, 13% seulement des idées

104

¹⁸⁶ GERICKE ET AL., *Private Equity*, § 1.

¹⁸⁷ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 6.

¹⁸⁸ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2019*, p. 7.

¹⁸⁹ STREET, *Start-up*, § 2.

¹⁹⁰ LOMBARD ET AL., p. 116 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 1 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 45 ; WILLIMANN, *Capital-risque*, p. 48.

¹⁹¹ Pour plus de détails sur la culture entrepreneuriale et le climat propice à la création d'entreprises en Suisse, VOLERY ET AL., p. 6 ss.

¹⁹² GANTENBEIN ET AL., p. 17 ; WILLIMANN, *Capital-risque*, p. 48.

¹⁹³ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 7.

¹⁹⁴ Invest Europe Research, *2015 European Private Equity Activity*, 6 mai 2016, <<http://www.investeurope.eu/media/476271/2015-european-private-equity-activity.pdf>> (consulté le 27 juin 2019).

¹⁹⁵ GANTENBEIN ET AL., p. 18.

initiales ont abouti à une commercialisation et 6% à un succès commercial¹⁹⁶. Le taux de survie des idées de nouveaux produits est donc très faible. En ce qui concerne le taux de survie des nouvelles entreprises, il se monte à 80% après un an et 50% après cinq ans¹⁹⁷.

105 Selon le Conseil fédéral, ce déficit est dû 1) au manque d'innovation, 2) au manque d'informations, et 3) au manque de financement.

1. Manque d'innovation (« *innovation gap* ») : il s'agit de « l'écart entre ce que produit la recherche en termes de savoir et ce que l'économie utilise pour réaliser des profits »¹⁹⁸. Il s'agit donc d'une recherche-développement insuffisante et/ou d'une mauvaise exploitation des résultats en découlant.
2. Manque d'information (« *information gap* ») : les investisseurs sont mal informés de l'innovation alors que les jeunes sociétés connaissent mal les sources de financement à disposition¹⁹⁹. Plusieurs plateformes sont mises en place pour mettre les acteurs du financement en contact²⁰⁰.
3. Manque de financement (« *funding gap* ») : il n'existe pas suffisamment de fonds destinés à financer les idées novatrices²⁰¹. Ce d'autant plus qu'une jeune société a un besoin constant de financement.

106 Pour certains experts, c'est surtout le dernier point qui est déterminant, à savoir une disponibilité trop faible du capital-risque en Suisse²⁰². On peut aussi remettre la faute sur la culture d'entreprise suisse, extrêmement « frileuse » dès qu'il s'agit de prendre des risques²⁰³.

107 En 2014, un sondage a démontré que, si c'était à refaire, près de 40% des jeunes sociétés auraient choisi un pays autre que la Suisse pour se développer. Elles invoquent la lenteur des investisseurs potentiels, le manque d'investissement en capital-risque de la part des fonds de pension et l'absence d'incitations fiscales²⁰⁴. En conclusion, on s'aperçoit la Suisse ne permet pas

¹⁹⁶ Rapport capital-risque 2012, p. 15 et les références citées.

¹⁹⁷ Rapport capital-risque 2012, p. 15 et les références citées ; LOMBARD ET AL., p. 116.

¹⁹⁸ Rapport capital-risque 2012, p. 15.

¹⁹⁹ *Ibid.*

²⁰⁰ WILLIMANN, *Capital-risque*, p. 49.

²⁰¹ Rapport capital-risque 2012, p. 15.

²⁰² GANTENBEIN ET AL., p. 18s.

²⁰³ Rapport capital-risque 2012, p. 30 ; AUCIELLO, *Capital croissance*, § 5.

²⁰⁴ DELAYE, *Start-up nation*, § 4 ss. Pour la position du Conseil fédéral quant au cadre fiscal, cf. Rapport jeunes entreprises 2013, pp. 8 et 55 ss.

un épanouissement total de ses jeunes pousses, alors que le terreau qu'elle propose est de très bonne qualité.

2. Manque de capitaux en Suisse

Malheureusement, le capital-risque suisse est encore trop timide. Ce sont notamment les investissements en phase initiale qui ne sont pas assez importants, ne dépassant que rarement le million de francs²⁰⁵. Il est avéré que les jeunes sociétés suisses n'ont pas suffisamment accès aux capitaux, qu'il s'agisse de capitaux suisses ou en provenance de l'étranger. Cela commence à évoluer dans la bonne direction : depuis 2011, les fonds levés par les jeunes sociétés suisses ont été multipliés par trois²⁰⁶. En 2016, l'investissement dans des jeunes sociétés suisses a même augmenté de 35%²⁰⁷. De manière symbolique, l'investissement dans les jeunes sociétés innovantes a dépassé le milliard (CHF 1.28 mia) en 2018²⁰⁸.

108

Les fonds de capital-risque sont loin d'être *made in Switzerland* : une grande majorité (soit environ 70%) des fonds proviennent encore de l'étranger²⁰⁹, en particulier des États-Unis²¹⁰. Là aussi, même si cet état de fait change petit à petit²¹¹, les jeunes sociétés se tournent encore régulièrement vers les capital-risqueurs européens ou américains²¹². En conséquence, les gains réalisés grâce à la percée de certaines jeunes pousses seront rapatriés à l'étranger par les investisseurs, ce qui n'est pas profitable pour la Suisse. Par ailleurs, et comme le formule David WEILL, la Suisse souffre d'un « sous-investissement sans rapport avec [son grand] potentiel technologique ». Un grand nombre de jeunes sociétés sont revendues à l'étranger, ou quittent la Suisse²¹³. Pour Sandy WETZEL, cela est dû entre autres au fait que le marché suisse est trop petit

109

²⁰⁵ DELAYE, *Capital-risque*, § 7.

²⁰⁶ DELAYE, *Start-up*, § 8.

²⁰⁷ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2017*, p. 5.

²⁰⁸ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2019*, p. 7.

²⁰⁹ AUCIELLO, *Capital croissance*, § 5 ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2017*, pp. 7 et 15.

²¹⁰ DELAYE, *Capital-risque*, § 1 ; DELAYE, *Start-up*, § 12 ; WILLIMANN, *Capital-risque*, p. 49. Voir aussi STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 10.

²¹¹ Voir à ce sujet DELAYE, *Capital-risque*, § 1 ss.

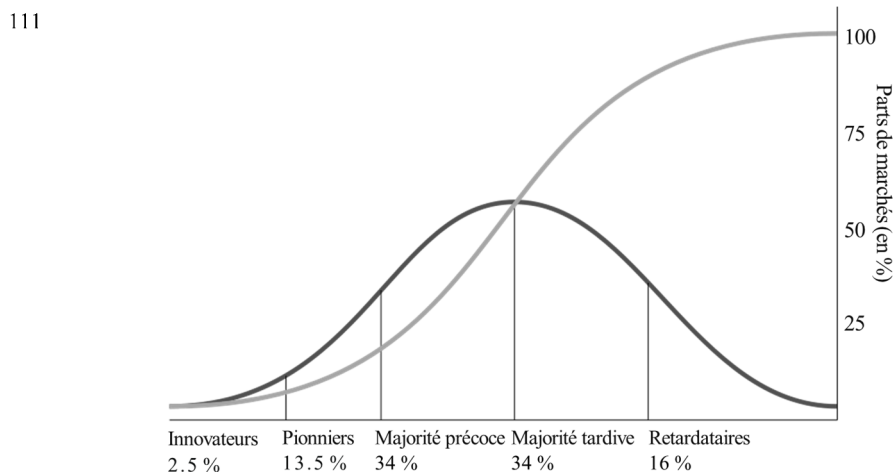
²¹² VERMOT, *Crowdfunding*, § 16.

²¹³ DELAYE, *Start-up nation*, § 10s. On considère qu'une société devra vraisemblablement prospecter à l'étranger si elle souhaite trouver un financement entre CHF 2 et 20 mio, cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 39.

pour permettre à la société d'opérer à une échelle suffisamment importante et que l'accès aux investisseurs est trop restreint²¹⁴.

3. Diffusion des innovations

110 En 1962, Everett ROGERS, sociologue et statisticien, met au point sa théorie de la diffusion des innovations, qui est encore aujourd'hui une référence. Cette théorie explique comment les nouvelles technologies se diffusent : ainsi et tour à tour, divers groupes de consommateurs (en foncé) adoptent la nouvelle technologie, ce qui augmente la part de marché du produit (en clair)²¹⁵.



On distingue plusieurs types de consommateurs. En premier lieu, les consommateurs friands de nouveaux produits et technophiles (les innovateurs, « *innovators* »), même lorsque lesdits produits présentent encore quelques défauts dus à leur jeune âge²¹⁶. Puis viennent les pionniers (« *early adopters* »), plutôt visionnaires, et la majorité précoce (« *early majority* »), plus pragmatique et réfléchie. Par la suite, la majorité tardive (« *late majority* ») qui souhaite, elle, des produits fiables et approuvés. Enfin, les retardataires (« *laggards* ») qui

²¹⁴ Entretien avec M. WETZEL.

²¹⁵ ROGERS, *Diffusion of Innovation*, p. 22 ss ; WENGER, *Venture Capital*, p. 9s. ; WENGER/SPECK, p. 177s. Source du tableau : ROGERS, *Diffusion of Innovation*, p. 11, 97 et 247.

²¹⁶ WENGER, *Venture Capital*, p. 10.

adopteront une nouvelle technologie uniquement lorsqu'elle sera devenue traditionnelle²¹⁷, autrement dit lorsqu'elle n'est plus innovante.

Cette théorie est importante pour la jeune société, puisqu'elle permet de comprendre comment atteindre un marché de masse avec son innovation, autrement dit comment diffuser son innovation et la voir adoptée par la majorité du marché. Elle lui permet aussi d'exécuter son entrée sur le marché selon le meilleur *timing* possible.

112

4. Statistiques

L'objectif, ou plutôt le rêve, d'une jeune société est souvent de devenir un fleuron de l'industrie et un *leader* sur le marché mondial. On nomme cela dans le jargon une « *one billion dollar company* » ou « *unicorn* » (littéralement « licorne »)²¹⁸. Le chemin pour y parvenir est long et parsemé d'embûches ; on estime que, sur un millier de jeunes sociétés qui sont parvenues à obtenir suffisamment de fonds pour atteindre une certaine maturité et dégager un bénéfice, une seule à peine parviendra à s'imposer sur le marché mondial comme *leader*²¹⁹.

113

En Suisse, des sociétés possédant un tel potentiel sont malheureusement très peu nombreuses, voire inexistantes²²⁰. Les rares sociétés qui réussissent à se distinguer doivent s'exiler en direction de l'Amérique du Nord ou de l'Angleterre²²¹. En cause, le manque de capitaux, le manque d'individus suffisamment qualifiés et les coûts élevés, qu'il s'agisse des salaires ou de frais structurels²²².

114

Il existe peu de chiffres concernant le nombre de sociétés créées chaque année, et les estimations peuvent varier selon les études. En ce qui concerne le nombre de jeunes sociétés innovantes créées chaque année en Suisse, certains avancent un chiffre de 150 à 250. En ce qui concerne les *start-ups* acadé-

115

²¹⁷ ROGERS, *Diffusion of Innovation*, p. 22 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 10 ; WENGER/SPECK, p. 177s.

²¹⁸ LEIS/JACCARD, p. 138s. ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2019*, p. 15 : « *Switzerland is not yet a unicorn factory* ».

²¹⁹ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 45.

²²⁰ SECA, *Yearbook 2016*, p. 20.

²²¹ MENÉTREY, *Problème*, § 1. On pense notamment à *HouseTrip* qui a migré à Londres ou *FinanceFox* qui est partie à Berlin.

²²² MENÉTREY, *Problème*, § 9 ss ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2017*, p. 32.

miques, 25 sont créées annuellement dans les EPF²²³. Sur le site *startup.ch*, ce sont entre 100 et 200 jeunes pousses qui ont été fondées et répertoriées chaque année depuis 2010²²⁴.

C. Idée porteuse

- 116 La société souhaitant trouver un financement doit avoir une idée commerciale, de préférence innovante. Dans la suite du présent travail, nous utiliserons le terme d'« idée porteuse », qui nous semble plus approprié et neutre.
- 117 Bien que nous traitons principalement de jeunes sociétés innovantes, les instruments de financement analysés dans la suite du présent travail pourront aussi être utilisés *mutatis mutandis* pour tout type de nouvelle société commerciale, qu'il s'agisse d'une brasserie artisanale ou d'une jeune pousse active dans la *biotech*.

1. Produit ou service

- 118 L'idée porteuse peut être un produit ou un service. Pour séduire les investisseurs, mais aussi les clients, et plus tard même d'éventuels repreneurs, l'idée devra être solide et prometteuse. Divers facteurs, abordés ci-dessous, permettront de déterminer si l'idée est réellement porteuse²²⁵.

a. Domaine

- 119 Le domaine auquel l'idée porteuse touche est important. En Suisse, ce sont traditionnellement la *biotech*²²⁶, l'ICT²²⁷ (« *Internet and Communication technology* ») et la technologie médicale qui sont réputés être des domaines por-

²²³ BLOCH Ghislaine, *Environ 200 start-up créées en Suisse chaque année*, LeTemps.ch, 12 juin 2015 <<https://www.letemps.ch/economie/2015/06/12/environ-200-start-up-creees-suisse-annee>> (consulté le 27 juin 2019).

²²⁴ Startup.ch, *Swiss Startups* <<https://www.startup.ch/index.cfm?page=129571>> (consulté le 27 juin 2019).

²²⁵ Facteurs librement inspirés de FREI, *Assessment*, p. 81 ss.

²²⁶ La Suisse est d'ailleurs une importante place financière dans ce domaine, notamment grâce à la présence de Novartis, Roche et Actelion. À ce sujet, cf. GERHARD, *Après le capital-risque*, § 2.

²²⁷ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2019*, p. 18.

teurs²²⁸. Récemment, d'autres domaines sont venus faire concurrence à ces grands classiques, notamment les communications²²⁹, le numérique, la nanotechnologie, la *blockchain* ou encore la *cleantech*²³⁰. On relève toutefois qu'il y a des effets de modes, ce qui s'avère parfois injuste pour certaines sociétés actives dans des domaines plus traditionnels²³¹. Actuellement, il existerait trois secteurs émergents, encore trop souvent délaissés par les investisseurs : il s'agit de la *fintech*, le jeu vidéo et autres réalités virtuelles, ainsi que la robotique²³². En ce qui concerne la *fintech* toutefois, il convient de nuancer cette affirmation, puisque l'on constate une augmentation importante des capitaux investis dans ce domaine²³³. Bien entendu, il s'agit là de tendances générales et non pas d'absolus²³⁴. L'analyse de l'opportunité d'investissement sera faite au cas par cas par l'investisseur professionnel.

b. *Unique Selling Proposition*

Ce terme anglo-saxon, abrégé USP, signifie, comme son nom l'indique, que la jeune société doit avoir une proposition unique – c'est-à-dire nouvelle et se différenciant de la concurrence – et vendeuse, c'est-à-dire qui séduira les clients²³⁵. L'idée peut être unique et vendeuse de par le fait qu'elle est par exemple moins chère, plus rapide ou encore plus efficace que les solutions

120

²²⁸ AUCIELLO, *Capital croissance*, § 6 ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 20 ; Entretien avec M. WILHELM ; Entretien avec M. HARFOUCHE. Voir aussi HOFFSTETTER, *Secteurs*, § 2 ss.

²²⁹ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 7 ; Entretien avec M. DÜNNER.

²³⁰ BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 23s. ; DELAYE, *Start-up*, § 3 ; GERHARD, *Exit*, p. 91 ; HULMANN, *Start-Up*, § 4 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 13s. ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2017*, p. 18 ; WENGER/SPECK, p. 176 ; ZENKER, *Private Equity*, § 10. Pour plus de détails quant aux secteurs de prédilection des capital-risqueurs, cf. HOFFSTETTER, *Secteurs*, § 1 ss ; ainsi que l'étude citée de *Redpoint capital* <<http://tomtunguz.com/fastest-growing-areas-investment-2015>> (consulté le 27 juin 2019).

²³¹ Entretien avec M. WILHELM.

²³² SECA, *Yearbook 2016*, p. 14 ; Entretien avec M. WILHELM.

²³³ Comme le relève WEICHERT, *FinTechs*, p. 109, alors que l'investissement dans la *fintech* en Allemagne s'élevait à 36 mio d'euros en 2012, il s'élevait en 2015 à 276 mio. Voir aussi STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 20, qui indique que le nombre de tours de financement dans le domaine de la *fintech* ont tout simplement doublé entre 2016 et 2017.

²³⁴ Entretien avec M. HARFOUCHE.

²³⁵ Pour plus de détails quant à la notion de *Unique Selling Proposition*, cf. FREI, *Assessment*, p. 83.

existant jusqu'à présent. En définitive, l'idée doit présenter un réel potentiel sur le marché qu'elle entend conquérir²³⁶.

c. Protection de la propriété intellectuelle

- 121 Tout d'abord, la mesure dans laquelle l'idée porteuse peut être protégée par les mécanismes de la propriété intellectuelle, tant au niveau national qu'international, peut se révéler déterminante. En effet, une protection optimale permettra à la société de s'imposer sur le marché, en compliquant lourdement la tâche de la concurrence²³⁷. Si la société a renoncé à utiliser les mécanismes de protection de la propriété intellectuelle, elle devra s'assurer de pouvoir garder son idée porteuse suffisamment secrète pour éviter une concurrence malvenue.
- 122 Pour la société, faire protéger sa propriété intellectuelle est aussi l'occasion de clarifier la situation en ce qui concerne la titularité des droits : en effet, il s'agit de déterminer à qui appartiendrait un éventuel brevet. Il peut appartenir à la société, mais aussi, notamment, au fondateur ou à de possibles partenaires académiques.

d. *Time to Market*

- 123 Le *Time to Market* est la durée nécessaire à ce que l'idée porteuse soit développée et commercialisée, et permette ainsi de générer des revenus. Plus ce délai est long, plus la société consommera de ressources, alors qu'elle ne réalise encore aucune vente. Autrement dit, plus le *Time to Market* est long, plus l'idée est risquée. Il est donc absolument essentiel que la notion de temps soit en adéquation avec la notion financière²³⁸.
- 124 En outre, le *Time to Market* dépend étroitement du domaine dans lequel la société est active²³⁹. En *biotech*, on parle généralement de dix ans, ce qui est considéré comme très long. Dans d'autres domaines, comme la communication, on évoque des durées allant de six mois (très court) à deux ans (acceptable)²⁴⁰.

²³⁶ HULMANN, *Start-Up*, § 2.

²³⁷ FREI, *Assessment*, p. 81s. ; LOMBARD ET AL., p. 121. Voir à ce sujet CCIG, *Propriété intellectuelle*, p. 54 ss.

²³⁸ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

²³⁹ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 17s.

²⁴⁰ FREI, *Assessment*, p. 88s.

e. Autres

On peut encore penser aux possibilités de synergies et d'alliances possibles (sous forme de coopération, de *joint-venture* ou de fusion) et de la continuité de l'idée porteuse dans le futur²⁴¹. Enfin, la présence de bailleurs de fonds propres « financièrement puissants » et déjà investis (on pense notamment aux sociétés de capital-risque) est un signe fort et rassurant²⁴². 125

2. *Business plan*

Le plan d'affaires (« *business plan* ») est un document procurant des informations essentielles sur l'idée porteuse, la situation, les besoins financiers, le *management* et les perspectives d'avenir de la société²⁴³. Il est absolument vital de présenter un bon *business plan* si l'on entend attirer les bailleurs de fonds. C'est d'ailleurs souvent l'une des premières choses qu'un investisseur ou une banque examineront²⁴⁴. Malheureusement et encore trop souvent, le plan est mal préparé ou lacunaire²⁴⁵. 126

Le *business plan* remplit plusieurs fonctions chez une jeune société : en plus de permettre au fondateur de clarifier ses idées, il servira aussi à trouver un financement adapté²⁴⁶. Une étude américaine montre d'ailleurs que trois quarts des *business angels* exigent un *business plan* solide avant de considérer un éventuel investissement²⁴⁷. 127

3. *Team*

L'idée porteuse doit être représentée par une *team* professionnelle et prometteuse²⁴⁸, ayant des connaissances approfondies dans leur domaine²⁴⁹. Qu'il s'agisse des fondateurs, des employés ou du *management*, une équipe compé- 128

²⁴¹ FREI, *Assessment*, p. 85 ss.

²⁴² BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*, p. 68.

²⁴³ BERGER ET AL., p. 566 ; MAURISSE, *Start-up*, § 3.

²⁴⁴ CCIG, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 94 ; FREI, *Assessment*, p. 9 ; MASON/STARK, p. 227 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 171.

²⁴⁵ BONVIN, *Finance*, p. 178.

²⁴⁶ BERGER ET AL., p. 567 ; LOMBARD ET AL., p. 120.

²⁴⁷ MASON/STARK, p. 227 et les références citées.

²⁴⁸ BEHR/WIRTH, p. 164 ; GERICHKE ET AL., *Private Equity*, § 9 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 938.

²⁴⁹ HULMANN, *Start-Up*, § 2.

tente, qualifiée et complémentaire permettra de séduire et convaincre les investisseurs.

4. *Timing*

- 129 L'un des points fréquemment oubliés ou délaissés est le *timing* de l'idée porteuse. En d'autres termes, le marché doit être prêt à accueillir le produit et ne pas l'avoir déjà accueilli. Il faut donc conquérir le marché ni trop tôt, ni trop tard. On pense à des sociétés comme *AirBnb* ou *Uber* qui ont explosé, suite à la crise de 2008, alors que ce genre de *business model* n'était pas totalement nouveau²⁵⁰.

D. Forme juridique

- 130 La jeune société doit permettre aux parties de structurer le financement de manière optimale. Pour cela, elle doit non seulement limiter la responsabilité des sociétaires, par le biais d'un capital suffisamment flexible et facilement modulable, mais aussi permettre de contrôler le cercle actionnarial, et rendre possible l'organisation des rapports entre les parties, notamment en ce qui concerne les droits d'acquisition, les accords de vote, le contrôle du *management* ou le désengagement²⁵¹. Précisons aussi que, bien souvent, le fondateur débute son activité sous la forme d'une entreprise individuelle ou d'une société simple s'il est entouré, pour créer ensuite une société commerciale²⁵².
- 131 Au vu de ce qui précède, pour créer une société proposant des produits et/ou services et ayant une activité commerciale prépondérante, c'est donc évidemment vers les sociétés de capitaux qu'il faut se tourner, en éliminant d'emblée les sociétés de personnes. C'est à la société anonyme et la société à responsabilité limitée que nous nous intéresserons dans la suite de cet exposé. Dans un souci de clarté, nous utiliserons le terme d'« associé » pour se référer à la personne physique ou morale détenant la Srl, alors que nous nous référerons au terme d'« actionnaire » pour son pendant dans la SA.
- 132 En dépit de l'ordre systématique adopté par le CO, nous décidons de commencer par analyser la société à responsabilité limitée. Nous justifions notre choix

²⁵⁰ Voir à ce sujet l'excellent *TED talk* de Bill Gross, <https://www.ted.com/talks/bill_gross_the_single_biggest_reason_why_startups_succeed/transcript?language=fr> (consulté le 27 juin 2019).

²⁵¹ FREY, *Investment agreement*, p. 34 ss.

²⁵² LOMBARD ET AL., p. 121.

par le fait que la Sàrl est souvent la première forme juridique envisagée par le fondateur, en raison du plus faible capital social exigé et de la dimension personnelle d'une telle société. Toutefois, comme nous le verrons dans les paragraphes suivants, la Sàrl n'est pas forcément un instrument inadapté lorsqu'il s'agit de créer une société, de la financer et de régler les rapports entre les actionnaires. Le fait est qu'en pratique, le choix se porte quasi-systématiquement sur la société anonyme. Cela a pour conséquence que tous les acteurs du financement sont bien plus expérimentés et rôdés au système et aux technicités de la société anonyme, qu'il s'agisse des praticiens, des investisseurs ou des *managers*. Par ailleurs, la pratique, la jurisprudence et la doctrine couvrent bien plus exhaustivement le droit de la SA que celui de la Sàrl. Enfin, diverses « *common business practices* » sont largement acceptées dans le cadre de la société anonyme²⁵³. Pour toutes ces raisons, la Sàrl est, en pratique, délaissée.

1. Société à responsabilité limitée

a. Définition

Comme le précise la loi à l'art. 772 al. 1 CO, la Sàrl est une société de capitaux à caractère personnel. Ses dettes ne sont garanties que par l'actif social ; c'est d'ailleurs de là qu'elle tire son nom. Contrairement à la société anonyme, il est possible de prévoir des obligations supplémentaires pour les associés dans les statuts (art. 772 al. 2 et 795 ss CO). Nous reviendrons sur la fonction et le rôle des statuts lorsque nous aborderons la SA dans le chapitre suivant.

133

b. Avantages

Il arrive que les fondateurs choisissent la Sàrl, en raison des exigences moindres eu égard aux apports de capitaux initial. En effet, le capital minimum pour la création d'une telle société est de CHF 20'000 intégralement libérés (art. 773 CO), alors qu'il est de CHF 100'000 pour la SA, dont au moins CHF 50'000 libérés (art. 621 et 632 al. 2 CO).

134

²⁵³ SÖDING, *Private Equity*, p. 395, qui parle de la « *status quo barrier* ». Voir aussi les modèles de la SECA qui n'envisagent pas la Sàrl, même pour les investissements *lights*, SECA, *Investment agreement*, p. III et 4 ; SECA, *Investment agreement "light"*, p. III et 3 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 4 ; SECA, *Shareholders agreement "light"*, p. II et 3.

- 135 Qui plus est, en vertu du caractère fortement personnel de la Sàrl, il est possible d'inscrire une multitude de clauses dans les statuts d'une Sàrl, qui sont en principe réglés par la convention d'actionnaires lorsque c'est la SA qui est choisie. On pense en particulier à l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires (art. 795 al. 1 CO), à l'interdiction de concurrence, aux peines conventionnelles, aux droits de veto, aux droits de sorties, etc. (art. 776a CO). Cela est avantageux, puisque ces dispositions bénéficient de la protection offerte par le droit des sociétés suisse. En effet, en vertu des clauses statutaires, le droit des sociétés offre une protection et des possibilités d'exécution bien plus prometteuses que les obligations purement contractuelles figurant dans la convention d'actionnaires d'une SA²⁵⁴.
- 136 Par ailleurs, le droit à l'information est plus favorable à l'associé que dans le cadre de la SA²⁵⁵ : l'associé reçoit le rapport de gestion et de révision au plus tard lors de la convocation à l'assemblée ordinaire (art. 801a al. 1 CO) alors que l'actionnaire doit les exiger auprès de la société ; les rapports doivent être disponibles au plus tard 20 jours avant l'assemblée générale (art. 696 al. 1 CO). En outre, l'associé est en droit de demander des renseignements en tout temps, et peut même consulter les livres et les dossiers sans restriction si la société n'a pas d'organe de révision (art. 802 al. 1 et 2 CO).
- 137 L'associé – contrairement à l'actionnaire – est tenu à la sauvegarde du secret d'affaires et doit s'abstenir de porter préjudice aux intérêts de la société (art. 803 al. 1 et 2 CO). En outre, il est possible de faire figurer dans les statuts une interdiction de faire concurrence (art. 803 al. 2 *in fine* CO).
- 138 En ce qui concerne les décisions de l'assemblée des associés, elles peuvent être prises par écrit (art. 805 al. 4 CO), ce qui n'est pas le cas des décisions de l'assemblée générale de la SA. On aperçoit ici le caractère moins formel de l'assemblée des associés²⁵⁶.

c. Désavantages

- 139 Rappelons qu'en vertu du principe de publicité du registre (art. 10 ORC), les statuts pourront être consultés par tout intéressé. Ainsi, le nom des associés et la valeur nominale de leur participation doivent être inscrits au registre du

²⁵⁴ FREY/FISCHER, p. 535 ; FREY, *Investment agreement*, p. 38 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 388.

²⁵⁵ Nous nous pencherons plus en détails sur le droit à l'information de l'actionnaire dans la suite du travail, cf. N 953 ss.

²⁵⁶ SÖDING, *Private Equity*, p. 391.

commerce, conformément à l'art. 791 al. 1 CO, et seront donc publics. En outre, il en va de même pour les diverses peines conventionnelles, droits de veto ou de sortie et obligations des associés. Cela peut s'avérer extrêmement problématique pour certaines parties qui souhaiteraient rester anonymes et garder ces aspects confidentiels. Comme le formule FREY, la Sàrl est donc bien moins discrète que la SA²⁵⁷.

Par ailleurs, plusieurs autres paramètres pénalisent grandement la Sàrl, du point de vue du financement²⁵⁸. En premier lieu, la valeur nominale minimale de CHF 100 (art. 774 al. 1 CO) par part est trop élevée pour organiser l'investissement en capital-risque de manière optimale²⁵⁹. En outre, les notions d'augmentations de capital conditionnelle et autorisée, qui sont éminemment importantes pour les tours de financement et les plans d'intéressement, n'existent pas en droit de la Sàrl²⁶⁰. En conséquence, le capital de la Sàrl est considéré comme trop rigide par rapport à celui de la société anonyme lorsqu'il s'agit de lever des fonds importants et en plusieurs tours²⁶¹.

140

Autre désavantage non-négligeable, une Sàrl ne peut pas être cotée en bourse (art. 781 al. 3 *in fine* CO). Même si les IPO restent rares en Suisse et qu'une Sàrl peut être transformée en SA relativement facilement, cela peut constituer un obstacle supplémentaire eu égard aux perspectives d'*exit* de l'investisseur²⁶².

141

d. Transformation

Même si le droit de la Sàrl permet une meilleure flexibilité en ce qui concerne l'aménagement du rapport des associés entre eux, c'est souvent la forme de la SA qui est choisie, dès le moment où des tours de financement sont nécessaires²⁶³. Ainsi, lorsque c'est la Sàrl qui avait été choisie lors de la fondation, elle sera transformée en SA pour les tours de financement à venir²⁶⁴. Dans un tel cas de figure et comme la jurisprudence fédérale l'a confirmé, il est possible de procéder à une transformation par changement de la forme juridique, par simple modification des statuts, pour autant que la continuité du patri-

142

²⁵⁷ FREY, *Investment agreement*, p. 39.

²⁵⁸ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 111s.

²⁵⁹ FREY/FISCHER, p. 535 et 538 ; FREY, *Investment agreement*, p. 39.

²⁶⁰ FREY/FISCHER, p. 535 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 393. Voir aussi GERICKE ET AL., *Aktienrechtsentwurf 2016*, p. 27.

²⁶¹ FREY, *Investment agreement*, p. 39s. ; SÖDING, *Private Equity*, p. 393.

²⁶² WYSS, *1. Teil*, p. 426.

²⁶³ SÖDING, *Private Equity*, p. 394s. ; WYSS, *1. Teil*, p. 426.

²⁶⁴ WENGER, *Venture Capital*, p. 8 ; WENGER/HONOLD, p. 157.

moins et du sociétariat soient garanties, et que les intérêts directs ou potentiels des créanciers ne soient pas compromis²⁶⁵.

e. Révision du droit de la Sàrl

- 143 La révision du droit de la Sàrl, entrée en vigueur en 2008, et l'arrivée de la LPCC en 2006 n'ont pas changé la donne²⁶⁶. La révision du droit de la société anonyme n'apporte pas non plus de véritable révolution dans ce domaine. Nous rejoignons GERICKE, qui préconise la création d'une alternative viable et fonctionnelle à la société anonyme pour les jeunes sociétés innovantes²⁶⁷. Cette nouvelle société devrait idéalement permettre : 1) une meilleure flexibilité en ce qui concerne la levée des fonds et en cas de difficultés financières ; 2) de mieux organiser et aménager les différents rôles clés, notamment ceux du fondateur, de la direction, des investisseurs ou des travailleurs, mais aussi ceux des fournisseurs ou des créanciers ; 3) une meilleure cohésion avec le droit fiscal²⁶⁸.

2. Société anonyme

- 144 En pratique, c'est la forme de la SA qui est choisie pour fonder la jeune société²⁶⁹. Elle comporte plusieurs avantages justifiant ce choix, que nous abordons dans les paragraphes suivants.

a. Définition

- 145 La SA est une pure société de capitaux, dotée de la personnalité juridique. Selon l'art. 620 al. 1 CO, « la société anonyme est celle qui se forme sous une raison sociale, dont le capital-actions est déterminé à l'avance, divisé en actions, et dont les dettes ne sont garanties que par l'actif social ». La seule et unique obligation des actionnaires est celle de libérer les actions souscrites (art. 620 al. 2 et 680 al. 1 CO).

²⁶⁵ ATF 125 III 18, consid. 4a et 4c *in fine*.

²⁶⁶ FREY/FISCHER, p. 533 ss ; GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 111s. ; WENGER, *Venture Capital*, p. 8.

²⁶⁷ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 111s.

²⁶⁸ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 130s. propose notamment de supprimer le droit de timbre d'émission. La RIE III proposait, entre autres, la suppression du droit de timbre d'émission, mais elle a été refusée par le peuple le 12 février 2017.

²⁶⁹ FREY/FISCHER, p. 533 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 292 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 8.

Comme la Sàrl, la SA est gouvernée par des statuts. Ces derniers fixent l'organisation de la société et constituent un « corps de règles objectif »²⁷⁰. Ils sont publics et constituent en quelque sorte le garde-fou de la société, ou les « règles du jeu »²⁷¹, alors qu'ils ont été convenus initialement de manière contractuelle²⁷². Ils sont définis sous forme écrite et sont annexés à l'acte constitutif (art. 631 al. 2 et 777b al. 2 ch. 1 CO). Un officier public, la plupart du temps un notaire, vérifie et atteste que le contenu minimal des statuts (art. 626 CO et art. 44 lit. h ORC) est bien présent. Puis, lors de la requête d'inscription au registre du commerce, l'office vérifie que les conditions formelles et que le droit impératif du droit des sociétés sont respectés (art. 940 CO et 28 ORC). Les statuts sont inscrits au registre du commerce et sont donc publics ; ils sont composés de clauses absolument nécessaires (art. 626 CO) ; ces clauses doivent impérativement figurer dans les statuts pour que ces derniers soient valables. On pense notamment à la raison sociale et au siège de la société. Certaines dispositions ne sont valables qu'à conditions de figurer dans les statuts, on parle à cet égard de clauses facultativement nécessaires ; il s'agit là par exemple de la restriction de transmissibilité des actions ou de l'introduction de privilèges pour certaines actions (art. 627 CO). Enfin, les clauses facultatives peuvent reprendre certaines dispositions légales et/ou déroger au droit dispositif²⁷³. Dans le cadre du financement d'une société, on fera habituellement figurer dans les statuts d'éventuelles modifications des quorums et majorités requises de l'assemblée générale, les avantages liés aux actions privilégiées, les clauses d'agrément ou encore le capital conditionnel²⁷⁴. Contrairement aux statuts d'une Sàrl, il n'est pas possible de mettre des obligations à la charge des actionnaires dans les statuts d'une SA (art. 680 al. 1 CO).

b. Avantages

Tout d'abord, la SA offre une flexibilité plus importante en matière de *corporate governance* et de structure du financement. Les possibilités d'augmenter le capital de manière conditionnelle ou autorisée, ainsi que la valeur minimum d'une action à un centime (art. 622 al. 4 CO) permettent d'adapter de manière plus rapide et plus efficace le capital-actions en fonction de l'arrivée ou nouveaux investisseurs, respectivement de leur départ. En outre, le capital conditionnel permet la mise en place de droits d'option ou de conversion, dans le

²⁷⁰ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 93.

²⁷¹ KÄSER, *AG und GmbH*, p. 88.

²⁷² WENGER/SPECK, p. 191.

²⁷³ Pour plus de détails à ce sujet, cf. KÄSER, *AG und GmbH*, p. 91 ss.

²⁷⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 53.

cadre de financement hybride ou de plans d'intéressement. Ce genre de mécanismes sont particulièrement utiles à la jeune société, puisque cela lui permet « d'épargner ses liquidités »²⁷⁵.

- 148 De plus, l'anonymat des actionnaires vers l'extérieur permet de ne pas divulguer les rapports et la personnalité de l'actionnariat²⁷⁶. Pour pallier le fait que les actionnaires ne peuvent être tenus à autre chose qu'à la libération de leurs titres (art. 680 al. 1 CO), les bailleurs de fonds et fondateurs concluent en règle générale divers contrats distincts, comme par exemple le porte-fort, le cautionnement ou la convention d'actionnaires²⁷⁷, qui permettent de régler plus ou moins efficacement leurs rapports et leurs comportements respectifs.

c. Désavantages

- 149 Il existe à vrai dire peu de désavantages à la SA, lorsqu'il s'agit de créer une société de capitaux destinée, idéalement, à croître. Le premier inconvénient évident est le capital minimum de CHF 100'000 (art. 621 CO). Même s'il est possible que les actions nominatives émises ne soient pas entièrement libérées, il est toutefois nécessaire qu'au moins CHF 50'000 du capital soit couvert par les apports effectués (art. 632 al. 2 CO). Il faut rester attentif au fait que, si le capital n'est pas entièrement libéré, l'actionnaire sera débiteur de la société pour le montant non-libéré²⁷⁸. Cela peut porter préjudice à l'actionnaire en cas de faillite de la société. En outre, les frais et les formalités de fondation et gestion d'une SA sont généralement plus élevés que ceux d'une Sàrl.

d. Révision du droit de la société anonyme

- 150 Une grande révision du droit de la société anonyme est prévue en Suisse. Elle vise notamment à améliorer la gouvernance d'entreprise, en particulier dans les sociétés non-cotées²⁷⁹, et plus généralement à moderniser et rendre le droit de la société anonyme plus flexible²⁸⁰. Au regard du sujet présentement traité,

²⁷⁵ CHENAUX/DUMMERMUTH, p. 3.

²⁷⁶ WENGER/HONOLD, p. 157. C'est d'ailleurs de là que la société *anonyme* tire son nom.

²⁷⁷ JACCARD/BARUH, p. 282.

²⁷⁸ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 633 N 6.

²⁷⁹ Pour un bref historique de cette révision, cf. GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 104 ss. Pour un historique complet, cf. Message Révision SA 2016, pp. 363-381 et FORSTMOSER, *Aktienrechtsreform*, pp. 3-11.

²⁸⁰ FORSTMOSER/KÜCHLER, *Schweizer Aktienrecht 2020*, p. 91 ; POGGIO/ZIHLER, p. 12 ; WILLIMANN, *Capital-risque*, p. 51.

plusieurs des modifications proposées doivent être analysées et explicitées, puisqu'elles concernent, directement ou indirectement le financement d'entreprises. Nous choisissons de la traiter au sein du chapitre dédié à la forme juridique de la jeune société, car c'est principalement à cet égard que les conséquences de la révision se feront ressentir.

Enfin, à titre purement informatif, une modification de l'ORC prévue pour 2019 ou 2020, visant à moderniser le registre du commerce, étoffe la liste des personnes pouvant déposer une réquisition d'inscription (ou de radiation) lorsqu'elles possèdent une procuration (agents fiduciaires, notaires, avocats). Cela a pour mérite de simplifier l'inscription de la jeune société²⁸¹, de manière toute relative, nous devons l'accorder.

151

(i) *Fonds étrangers*

Les dispositions relatives au capital étranger sont peu touchées par le projet de révision de la société anonyme, ou alors indirectement : on notera ainsi un assouplissement des règles relatives à la structure du capital, ce qui a une des conséquences sur l'augmentation de capital conditionnelle et donc sur les dispositions concernant les emprunts par obligations²⁸².

152

Dans son message de 2007, le Conseil fédéral relève que le financement des grandes entreprises par des capitaux étrangers peut parfois prendre des proportions importantes²⁸³. C'est pour cette raison que le ch. 1 exige des informations sur la structure des échéances des dettes financières à long terme (art. 959a al. 2, ch. 2, let. a CO), donc en premier lieu des crédits.

153

Le projet prévoit certaines légères modifications du fameux art. 725 CO, concernant la perte de capital, respectivement le surendettement. En particulier, un « système d'alerte précoce » est instauré avec l'art. 725 P-CO, qui oblige le conseil d'administration à réagir lorsqu'il existe une menace d'insolvabilité dans les six mois à venir, respectivement douze mois lorsque la loi soumet la société au contrôle ordinaire d'un réviseur. Le conseil d'administration doit, dans un tel cas établir un plan de trésorerie et procéder à une évaluation globale de la société (art. 725 al. 1 P-CO). La notion de perte de capital est, quant à elle, modifiée par le projet. Alors que le « seuil d'alerte » est actuellement la moitié du capital (art. 725 al. 1 CO), il serait atteint, avec le projet, par une perte d'un tiers du capital et des réserves légales (art. 725a al. 1 CO *a contra-*

154

²⁸¹ Message registre 2015, p. 3275 ; Modification ORC 2019, p. 1893 et les documents cités.

²⁸² KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 77.

²⁸³ Message révision CO 2007, p. 1535.

rio). Il y aurait donc situation de perte de capital plus rapidement avec le projet que sous le droit actuel ; le but visé étant d'avoir un conseil d'administration « davantage sur le qui-vive »²⁸⁴. Ni l'obligation d'avis au juge en cas de surendettement, ni la notion même de surendettement ne sont modifiées. Ladite disposition reste cependant silencieuse quant au délai dans lequel le refinancement doit être mis en œuvre, qui pose des problèmes du point de vue de la sécurité du droit²⁸⁵. Sous l'empire du droit actuel, s'il est largement accepté qu'un tel délai de grâce existe²⁸⁶, sa durée reste toutefois plus difficile à circonscrire précisément²⁸⁷. La convocation – obligatoire sous l'empire du droit actuel – d'une assemblée générale extraordinaire ne serait plus nécessaire. Au conseil d'administration donc d'évaluer le rôle qu'il souhaiterait donner aux actionnaires²⁸⁸.

(ii) *Fonds propres*

(a) **Valeur nominale minimale de l'action**

155 Le Conseil fédéral souhaite supprimer la notion de valeur nominale minimale d'une action. Actuellement, cette valeur doit être au minimum un centime (art. 622 al. 4 CO). Toutefois, même cette valeur nominale minimale actuelle d'un centime d'une action peut poser des problèmes, eu égard à sa liquidité²⁸⁹. Les actions devraient simplement avoir une valeur nominale supérieure à zéro centime (art. 622 al. 4 P-CO). Cela signifie que la valeur nominale pourrait tendre vers zéro²⁹⁰, ce qui favoriserait le transfert et la négociabilité des actions et par la même encouragerait le financement aux entreprises²⁹¹. Avec ce nouveau système, une action pourrait être « splittée » en tous les cas²⁹². Il ne s'agit donc pas d'actions « sans valeur nominale improprement dites », ce qui aurait engendré un trop grand remaniement du droit de la SA²⁹³. Cette modification est bienvenue, en particulier dans le domaine du financement de jeunes sociétés innovantes.

²⁸⁴ Message Révision SA 2016, p. 523.

²⁸⁵ GERIKE, *Aktienrechtsreform*, p. 134.

²⁸⁶ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 725 N 62 ; GERIKE, *Aktienrechtsreform*, p. 133.

²⁸⁷ Par exemple, ATF 127 IV 110, SJ 2001 435, qui précise que s'il existe des perspectives d'assainissement « à court terme », il est envisageable de renoncer à l'avis au juge.

²⁸⁸ Message révision CO 2007, p. 522.

²⁸⁹ Message révision SA 2016, p. 384.

²⁹⁰ Message révision CO 2007, p. 1410.

²⁹¹ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 79, qui parle de « *Handelbarkeit* ».

²⁹² VON DER CRONE/ANGSTMANN, p. 8.

²⁹³ Message révision SA 2016, p. 385 ; POGGIO/ZIHLER, p. 4.

(b) Suppression de l'exigence de forme authentique pour la constitution de sociétés

Pour simplifier les procédures de constitution, il est prévu d'autoriser la constitution de sociétés de capitaux à structure simple sans recours à un officier public, c'est-à-dire sous forme écrite²⁹⁴. Le Conseil fédéral promet qu'il sera possible de « fonder une société de capitaux en quelques jours ouvrables »²⁹⁵ et que cela engendrerait une réduction des coûts, ce qui est souhaitable en raison du franc fort notamment²⁹⁶. Cette possibilité n'est offerte qu'à certaines conditions, pour les SA, les Sarl et les sociétés coopératives, posées par l'art. 629 al. 4 P-CO, respectivement 777 al. 3 et 830 al. 2 P-CO : les statuts doivent se limiter au minimum imposé par la loi, le capital-actions doit être en francs et les apports doivent être entièrement effectués. Aux éventuels détracteurs, arguant qu'il n'existera dès lors plus de contrôle « public » (« *öffentliche Kontrolle* »), on rappellera que le contrôle effectué par le registre du commerce subsiste (art. 940 al. 1 CO)²⁹⁷. C'est là un pas dans la bonne direction, en tant que cela simplifie la création d'une société anonyme, même si la somme économisée par les fondateurs (frais notariaux d'environ CHF 1'000 lorsque le capital s'élève à CHF 100'000) reste anecdotique²⁹⁸. Il ne faut toutefois pas oublier que, pour une jeune société, chaque centime compte.

156

(c) Suppression du régime de la reprise de biens

Le Conseil fédéral supprime par ailleurs le régime de la reprise de biens (art. 678 al. 2 P-CO, entre autres) ; les dispositions relatives à l'inscription des reprises de biens, tant dans les statuts qu'au registre du commerce, disparaissent²⁹⁹. A ceux qui pourraient penser que cela permettra de contourner plus facilement les règles concernant les apports en nature (notamment lorsque l'actionnaire ou une personne qui lui est proche vend ou donne un bien à la société), le Conseil fédéral répond, en s'appuyant notamment sur la thèse de DIETSCHI, que les dispositions concernant la conservation de l'actif social continuent de s'appliquer (art. 678 al. 2, art. 680 al. 2), tout comme celles

157

²⁹⁴ Message révision SA 2016, p. 390.

²⁹⁵ *Ibid.*

²⁹⁶ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 84.

²⁹⁷ Vérification très large en ce qui concerne les conditions formelles, vérification très limitée quant aux conditions matérielles, cf. ATF 121 III 368, JdT 1996 I 189, consid. 2a ; ATF 91 I 360, consid. 2.

²⁹⁸ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 115.

²⁹⁹ Message révision SA 2016, p. 386.

concernant la responsabilité de l'administrateur (art. 717 en rapport avec 754 CO)³⁰⁰.

(d) Renforcement des droits des actionnaires

- 158 Le projet prévoit aussi d'améliorer l'équilibre entre les différents organes, en permettant d'une part aux actionnaires, en particulier minoritaires, d'obtenir plus facilement des informations au sujet de la société et, d'autre part, en abaissant les seuils d'exercices de certains de leurs droits, comme par exemple le droit à l'inscription d'un objet à l'ordre du jour ou le droit à la convocation de l'assemblée générale³⁰¹.

(e) Marge de fluctuation du capital

- 159 Le projet de révision prévoit un assouplissement des règles relatives à la structure du capital, en instaurant une « marge de fluctuation du capital » (« *Kapitalband* »). Cette marge permet au conseil d'administration d'augmenter et de réduire le capital-actions plusieurs fois, pour autant qu'il y ait été autorisé par l'assemblée générale³⁰². En instaurant cette nouvelle de marge de fluctuation du capital³⁰³, le Conseil fédéral souhaitait apporter plus de souplesse aux entreprises et leur permettre de structurer leur capital plus librement ; en outre, il considère le droit en vigueur comme lacunaire et incomplet³⁰⁴. Ce sont les art. 653s ss P-CO qui instaurent ces nouveaux éléments et qui permettraient d'abroger les dispositions concernant l'augmentation autorisée du capital³⁰⁵.
- 160 La marge de fluctuation permettra au conseil d'administration, pour autant que l'assemblée générale l'y autorise, de modifier – c'est-à-dire augmenter ou réduire – le capital-actions dans une certaine fourchette et sur une période de cinq ans maximum (art. 653s al. 1 P-CO). La limite supérieure ne doit pas dépasser une fois et demie le capital-actions inscrit au registre du commerce ; la limite inférieure, quant à elle, est la moitié du capital-actions inscrit au registre du commerce (art. 653s al. 2 P-CO). L'assemblée générale peut toutefois limiter cette marge de manœuvre, en précisant par exemple que le conseil est uniquement autorisé à augmenter le capital et non le réduire (art. 653s al. 3 P-CO).

³⁰⁰ Message révision SA 2016, p. 386s. ; DIETSCHI, p. 279. Voir aussi POGGIO/ZIHLER, p. 4.

³⁰¹ Voir à ce sujet Message révision SA 2016, p. 605 ; FORSTMOSER, *Aktienrechtsreform*, p. 17 ; POGGIO/ZIHLER, p. 6 ss.

³⁰² Message révision CO 2007, p. 1409s.

³⁰³ Pour un bref historique de cette institution, cf. GERICKE, *Kapitalband*, p. 38s.

³⁰⁴ Message révision SA 2016, pp. 355 et 388.

³⁰⁵ Message révision SA 2016, p. 389.

La marge de fluctuation du capital fait l'objet d'un enthousiasme tiède de la part des spécialistes³⁰⁶. Sous l'empire du droit actuel, il existe un manque manifeste de flexibilité quant au capital social d'une jeune société : l'augmentation de capital autorisée doit être effectuée dans un délai de deux ans³⁰⁷ et ne peut dépasser la moitié du capital-actions existant avec l'augmentation (art. 651 al. 1 et 2 CO). Ces deux contraintes desservent particulièrement les jeunes sociétés, qui ont un appétit « exponentiel »³⁰⁸ pour les capitaux : en effet, elles n'ont, lors de leur création, pas (encore) besoin de fonds trop importants ; du reste, elles y ont difficilement accès à ce stade. Par la suite cependant, un besoin accru et urgent de capitaux se fait sentir, notamment lorsque la production et/ou la vente débutent³⁰⁹. Exiger d'une jeune société qu'elle réunisse le capital minimal pour sa création, puis l'empêcher d'augmenter (de manière autorisée) ce capital de plus de 50% est donc doublement paradoxal, et bien trop rigide pour refléter adéquatement la réalité du développement des jeunes sociétés innovantes.

161

Avec le projet, le délai durant lequel le conseil d'administration peut procéder à des augmentations de capital est certes allongé à cinq ans, ce qui représente un progrès. Néanmoins, nous partageons l'avis de GERICKE, qui considère que l'idée même d'une limite temporelle n'est ni « justifiée » ni adaptée à cette nouvelle institution qu'est la marge de fluctuation du capital³¹⁰. La limite supérieure de l'augmentation reste une fois et demie le capital-actions inscrit au registre du commerce. Pour l'auteur précité, cette limite supérieure devrait être élevée à une fois (soit 100%), voire deux fois (200%) le capital-actions inscrit au registre du commerce³¹¹. Enfin, certains auteurs considèrent que l'art. 659 CO (et P-CO) ne devrait pas s'appliquer lorsqu'une marge de fluctuation a été instaurée. Cette disposition limite l'acquisition de ses propres actions par la société à 10%, voire 20% dans certains cas. Il est argué que la société devrait pouvoir récupérer (c'est-à-dire acquérir) les actions des actionnaires – par exemple celles des investisseurs choisissant de se désengager – et les remettre en circulation lorsque besoin est, notamment lors de l'arrivée de nouveaux investisseurs au capital, sans être soumises aux seuils de l'art. 659 CO³¹².

162

³⁰⁶ FORSTMOSER, *Aktienrechtsreform*, p. 14 ; VON DER CRONE/ANGSTMANN, p. 8.

³⁰⁷ Alors que ce délai est de cinq ans dans la plupart des pays européens, cf. GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 117.

³⁰⁸ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 117.

³⁰⁹ *Ibid.*

³¹⁰ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 118s.

³¹¹ *Ibid.*

³¹² MEYER, *Kapitalschutz als Selbstzweck?*, p. 229s. Voir aussi, GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 119 ; GERICKE, *Kapitalband*, p. 42.

(f) Délai d'inscription de l'augmentation ordinaire

- 163 Une petite modification passant facilement inaperçue est la modification du délai de validité de l'augmentation de capital ordinaire. En effet, si le conseil d'administration ne fait pas inscrire l'augmentation de capital au registre du commerce dans les trois mois qui suivent la décision de l'assemblée générale, ladite décision est caduque (art. 650 al. 1 et 3 CO). Le projet prolonge ce délai à six mois (art. 650 al. 3 P-CO).

(g) Recours aux médias électroniques

- 164 Les médias électroniques – comprendre internet – ont été pris en compte par le Conseil fédéral. Le projet permettrait au conseil d'administration de prévoir la possibilité d'une assemblée générale virtuelle, par le biais de laquelle l'actionnaire pourrait réellement exercer ses droits d'actionnaire, et non simplement y assister par le biais d'une retransmission³¹³.
- 165 L'actionnaire pourrait donc voter par voie électronique (« *direct voting* ») (art. 701c P-CO). Un lieu de réunion physique doit rester à disposition des actionnaires ne souhaitant pas utiliser les médias électroniques, à moins qu'un représentant indépendant soit désigné et que les statuts le prévoient (art. 701d al. 1 P-CO) ou que l'ensemble des actionnaires d'une société non cotée n'y consentent (art. 701d al. 2 P-CO). Le procès-verbal peut être transmis aux actionnaires sous forme électronique (art. 702 al. 4 P-CO).
- 166 Quant au conseil d'administration, il peut lui aussi prendre ses décisions sous forme électronique, c'est-à-dire par le biais d'une conférence téléphonique ou vidéo (art. 713 al. 2 ch. 2 P-CO qui renvoie aux art. 701c à 701e P-CO)³¹⁴. Enfin, le procès-verbal peut être rédigé sous forme électronique (art. 713 al. 2 ch. 3 P-CO).

(h) Autres modifications

- 167 D'autres modifications ont été proposées ; elles ne méritent toutefois pas que l'on s'y attarde³¹⁵. On pense notamment à la possibilité de définir le capital-actions en monnaie étrangère (art. 621 P-CO), à la modification des dispositions concernant la réduction du capital-actions (art. 653j ss P-CO), à l'adaptation du régime des réserves au nouveau droit comptable (art. 671 ss P-CO), à l'amélioration de l'action en restitution (art. 678 P-CO) ou encore au

³¹³ Message révision SA 2016, pp. 400 et 505.

³¹⁴ Message révision SA 2016, pp. 400 et 514.

³¹⁵ Pour un aperçu détaillé de ces modifications, cf. HARI, *Sociétés 2016*, p. 2 ; POGGIO/ZIHLER, p. 3 ss ; VON DER CRONE/ANGSTMANN, p. 1 ss.

nouveau régime concernant les dividendes intermédiaires³¹⁶ (art. 675a P-CO). Finalement, le Conseil fédéral ne souhaite pas supprimer les actions *dispo* ou le régime des actions à droit de vote privilégié³¹⁷.

(iii) *Suggestions doctrinales*

La doctrine spécialisée considère ces modifications comme plutôt positives³¹⁸. Néanmoins, les développements et la « modernisation » ne sont pas suffisants, en comparaison avec ceux d'autres pays, comme les États-Unis, l'Allemagne ou les Pays-Bas³¹⁹. Il est proposé d'abaisser le capital minimum de la société anonyme. Comparé aux autres pays développés, le capital minimum de la société anonyme exigé par la loi suisse reste extrêmement élevé³²⁰. Cela constitue un obstacle sérieux à la création d'entreprise et à l'innovation de manière plus générale. GERICKE considère que le capital minimum devrait être réduit à CHF 1 ou tout bonnement supprimé, ou au moins réduit à CHF 20'000, pour correspondre à celui de la Sàrl.

168

La doctrine s'attaque aussi à l'art. 673 P-CO, qui autoriserait la constitution de réserves facultatives issues du bénéfice uniquement si cela permet d'assurer « durablement la prospérité de l'entreprise » et à condition que l'assemblée générale en ait décidé ainsi. De telles exigences limiteraient grandement la liberté du conseil d'administration en matière d'auto-financement³²¹.

169

Une partie de la doctrine propose par ailleurs de revoir les mécanismes stricts imposés aux sociétés lorsqu'elles se trouvent en situation de perte de capital ou de surendettement. Une solution serait de permettre au conseil d'administration de retarder l'avis au juge, même en situation de surendettement, si le créancier principal donne son accord³²². Ce point de vue est soutenu par BERSHEDA VUCUROVIC, qui précise que le juge devrait avoir plus de marge d'appréciation pour déterminer si la continuation ou la réorganisation

170

³¹⁶ À ce sujet, CAMPONOVO/MOSER, p. 48 ss.

³¹⁷ Message révision SA 2016, p. 393 ss et 412 ss.

³¹⁸ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 107 ; VON DER CRONE/ANGSTMANN, p. 6.

³¹⁹ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 108.

³²⁰ Pour un aperçu des montants minimums requis selon les diverses législations (américaines, françaises, anglaises, allemandes, etc.), cf. GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 113s.

³²¹ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 294s. ; GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 122 qui parle de « *Finanzierungsfreiheit* ».

³²² FORSTMOSER/KÜCHLER, *Schweizer Aktienrecht 2020*, p. 92 ; GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 133.

de l'activité de la jeune société pourrait permettre à cette dernière de réaliser son plein potentiel³²³.

III. Bailleurs de fonds

- 171 Au sens du présent travail, les bailleurs de fonds (« *investors* », « *funders* », « *Kapitalgeber/Geldgeber* ») seront les personnes ayant fourni des capitaux à la jeune société pour lui permettre de financer son développement et sa croissance, ceci en principe dans un but lucratif et rémunérateur³²⁴. Il s'agit en réalité de tous les investisseurs³²⁵ (au sens large du terme³²⁶). En échange du financement consenti, les bailleurs de fonds obtiendront certains droits et auront certaines obligations, en fonction de l'instrument de financement choisi : les bailleurs de fonds étrangers deviendront prêteurs ou créanciers ; les bailleurs de fonds propres feront leur entrée au capital de la société et seront considérés comme des investisseurs, au sens strict.
- 172 Du fait qu'il est difficile pour une jeune société de trouver les capitaux nécessaires à sa fondation et à son développement, les bailleurs de fonds jouent un rôle essentiel dans le cadre de son financement. On conseillera au fondateur de trouver des bailleurs qui pourront non seulement apporter des fonds mais aussi une réelle plus-value grâce à leur expérience et leurs contacts³²⁷.
- 173 Pour le bailleur de fonds, le financement ne doit pas être justifié d'un point de vue purement économique, par exemple parce que le taux d'intérêt est particulièrement intéressant, mais doit également bénéficier d'une protection juridique reconnue³²⁸. Il s'agit de la protection des créanciers en ce qui concerne le financement par fonds étrangers et de la protection des actionnaires pour le financement par fonds propres³²⁹. Le désengagement (« *exit* ») est la phase qui

³²³ BERSHEDA VUCUROVIC, *Révision*, p. 249.

³²⁴ Le terme de « bailleur de fonds » est un terme large, très générique et apparemment suffisamment clair pour que ni le législateur, ni les tribunaux, ni la doctrine spécialisée n'aient jugé nécessaire de le définir explicitement.

³²⁵ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 22, parle à cet égard d'« investisseurs », qu'elle définit comme les « *bailleurs de fonds* [...] *ayant réuni le capital* ».

³²⁶ Pour éviter des confusions terminologiques et comme précisé dans les lignes qui suivent, le sens strict du terme « investisseur » sera utilisé pour désigner les bailleurs de fonds propres, au sein de la partie y consacrée. En ce qui concerne la présente partie toutefois, pour éviter des lourdeurs et redondances, le terme d'« investisseur » doit être compris au sens large, pour désigner tout bailleur de fonds.

³²⁷ DELAYE, *Capital-risqueurs*, § 4.

³²⁸ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 47.

³²⁹ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 48.

marquera la sortie du bailleur, autrement dit son retrait de la société³³⁰. Il existe plusieurs stratégies de désengagement, que nous aurons l'occasion d'aborder dans la suite de ce travail.

A. Privés

La notion d'investisseur privé³³¹ s'oppose à celle d'investisseur institutionnel, que nous aurons l'occasion d'explicitier ultérieurement. Un investisseur privé est un « investisseur de détail »³³² (« *retail investor* »³³³), qui investit son propre argent et de manière non-professionnelle³³⁴. On doit considérer le fondateur comme un bailleur de fonds ; toutefois, en raison de son statut particulier, une section lui a été consacrée exclusivement ci-dessus.

174

1. *Friends, family and fools*

Les premières personnes vers qui le fondateur va se tourner pour espérer obtenir des fonds sont en principe ses amis et connaissances et sa famille, ainsi que les « fous », à savoir toute autre personne assez téméraire pour mettre des fonds à sa disposition, d'où l'appellation des *friends, family and fools*, aussi nommés les « trois F »³³⁵. Les fonds ainsi obtenus sont appelés dans le jargon la *love money*³³⁶ : le financement a été consenti, dans une certaine mesure, en raison de la relation familiale ou amicale, et plus accessoirement parce que l'idée porteuse semblait prometteuse³³⁷. La motivation de l'investissement est donc d'une nature particulière³³⁸.

175

³³⁰ Rapport capital-risque 2012, p. 12 ; BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 23 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 29 qui parle lui de maximum sept ans après l'investissement.

³³¹ Comprendre « bailleur de fonds privé » même si ce terme ne se rencontre pas en pratique ; aussi parfois « investisseur particulier ».

³³² LOMBARDINI, *Protection*, p. 170.

³³³ TSCHOPP, *Fonds de placement*, p. 466.

³³⁴ BOEMLE/GSELL, p. 62s.

³³⁵ FREY, *Investment Agreement*, p. 60 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 1 ; MAURISSE, *Start-up*, § 2 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 168.

³³⁶ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/fonds-propres.html>> (consulté le 27 juin 2019) ; RIFFELMA-CHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 30.

³³⁷ FREY, *Investment Agreement*, p. 60.

³³⁸ Entretien avec M. DUTHEIL.

- 176 Le fondateur fera appel à eux très tôt, déjà avant la création de l'entreprise, voire juste après, c'est-à-dire au stade du *seed* et éventuellement au *start-up stage*³³⁹. Nuançons toutefois ce constat : encore faut-il posséder des amis et/ou de la famille suffisamment fortunés et prêts à avancer des montants tout de même importants³⁴⁰.
- 177 Les montants consentis dépendront du genre de produit ou service à développer³⁴¹, mais aussi du patrimoine de ces personnes. En pratique, ils sont de l'ordre de quelques dizaines de milliers de francs, plus rarement quelques centaines de milliers de francs³⁴². Il s'agit principalement de dons ou de prêts au fondateur³⁴³, voire d'une participation minimale au capital de la société. Dans ce dernier cas, il est fortement recommandé au fondateur de ne pas céder plus de 33% de la société aux trois F, pour garder un contrôle quasi-total sur la société³⁴⁴.

2. *Business angels*

- 178 Sous le terme de *business angels* (« investisseurs providentiels » en français) se cachent des personnes aisées qui fournissent des capitaux aux jeunes sociétés mais qui apportent aussi leur savoir-faire (« *smart money* »)³⁴⁵, parfois déjà au stade du *seed*³⁴⁶. Ces personnes sont souvent d'anciens entrepreneurs ou administrateurs et possèdent en général une grande expérience managériale et un réseau professionnel étendu³⁴⁷. Il s'agit la plupart du temps d'un financement par fonds propres, voire hybride par le biais du prêt convertible³⁴⁸. Le *business angel* n'est en principe pas directement impliqué dans la gestion

³³⁹ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 31 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 29 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 12 ; WENGER/SPECK, p. 180.

³⁴⁰ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

³⁴¹ WENGER, *Venture Capital*, p. 12 ; WENGER/SPECK, p. 181.

³⁴² MAURISSE, *Start-up*, § 2.

³⁴³ Entretien avec M. WETZEL.

³⁴⁴ Entretien avec M. WILHELM. Pour un aperçu des divers seuils de majorités déterminants, cf. N 590.

³⁴⁵ FREY, *Investment Agreement*, p. 60 ; PLANCADE, *Levée de fonds*, § 6 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 5 ; Entretien avec M. BEAUMONT.

³⁴⁶ LUKAS, *Bewertung*, p. 37.

³⁴⁷ Rapport capital-risque 2012, p. 9 ; BAUMANN, *Crowdfunding*, p. 16 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 6 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 23 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 13 ; WENGER/SPECK, p. 181.

³⁴⁸ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 178 ; Entretien avec M. BEAUMONT.

courante de la société³⁴⁹ mais entretient des liens étroits avec la haute direction.

Le *business angel* suisse moyen est un homme d'une cinquantaine d'années, 179 ayant un revenu annuel allant de CHF 200'000 à 300'000 et une fortune se situant entre CHF 1 et 5 mio³⁵⁰. Il investit sa propre fortune et non celle de tiers³⁵¹. Il n'existe, en Suisse, pas de réelles incitations à prendre le rôle d'investisseur providentiel, notamment du point de vue fiscal³⁵², contrairement aux États-Unis par exemple, où ces individus possèdent un statut spécial (« *accredited investor* ») et bénéficient d'avantages fiscaux, notamment³⁵³.

Le *business angel* se différencie d'une société de capital-risque sur plusieurs 180 points : tout d'abord, l'investisseur providentiel intervient plus tôt, dans la première phase de vie de la société, alors que les sociétés de capital-risque interviennent souvent plus tard³⁵⁴. Par ailleurs, le volume de financement qu'un investisseur providentiel est capable de fournir est moindre que celui d'une société de capital-risque. Ainsi, on considère qu'un investisseur providentiel, respectivement un groupe de *business angels*, peut mettre, en Suisse, entre CHF 10'000 et 500'000 à disposition de la société, alors qu'une société de capital-risque peut apporter CHF 500'000 et plus³⁵⁵. En outre, même si l'investisseur providentiel est aussi guidé par les perspectives de rendement, il existe parfois une composante plus émotionnelle³⁵⁶ : il souhaitera régulièrement tisser une relation plus personnelle avec les dirigeants³⁵⁷.

Relevons enfin qu'en Suisse, ces *business angels* se réunissent souvent en club 181 d'investisseurs³⁵⁸. Cela permet de réaliser des économies de temps et d'argent conséquentes, en ce qui concerne la sélection, la présentation et le suivi des

³⁴⁹ FREY, *Investment Agreement*, p. 60s.

³⁵⁰ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, pp. 32 et 35. Pour plus de détails quant au profil du *business angels*, cf. RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 67 ss.

³⁵¹ LUKAS, *Bewertung*, p. 37.

³⁵² Selon le Conseil fédéral, l'exemption des gains en capital privé est largement suffisante, cf. Rapport jeunes entreprises 2013, p. 8. Pour un aperçu des incitations fiscales mises en œuvre à l'étranger, cf. Rapport jeunes entreprises 2013, p. 64.

³⁵³ OECD, *Venture Capital*, p. 19s. ; WENGER, *Venture Capital*, p. 14.

³⁵⁴ Rapport capital-risque 2012, p. 10 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 12 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 34 ; Entretien avec M. WETZEL.

³⁵⁵ Rapport capital-risque 2012, p. 10 ; CCIG, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 95 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 37 ; Entretien avec M. WETZEL.

³⁵⁶ Rapport capital-risque 2012, p. 10 ; BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 16 ; MASON/STARK, p. 233 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, pp. 21 et 34.

³⁵⁷ MASON/STARK, p. 231 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 171.

³⁵⁸ On pense par exemple à *A3 Angels, Business angel Switzerland, Go Beyond* ou encore *Investiere.ch*.

dossiers³⁵⁹. En outre, il est même possible de former des « syndicats », ce qui permet d'investir à plusieurs un montant élevé, et en conséquence de pouvoir participer à des tours de financement plus importants, aux côtés des capital-risqueurs³⁶⁰.

182 En Amérique, il existe des « *super angels* »³⁶¹, qui sont en réalité des investisseurs providentiels possédant des moyens beaucoup plus importants et qui investissent de manière professionnelle. On les considère comme une forme hybride, à cheval entre les *business angels* et les fonds de capital-risque³⁶².

3. *Management et employés*

183 Il est extrêmement fréquent que le *management* d'une société détienne une partie de la société. Cela permet de faire converger plus facilement les intérêts du *management* et de la société avec ceux des autres investisseurs³⁶³.

184 C'est aussi régulièrement qu'une jeune société prévoit des plans de participation pour les employés, en leur versant une partie de leur salaire sous forme d'actions de la société. Du point de vue du droit du travail et du droit fiscal, la prise de participation des employés ne constitue cependant pas une forme d'investissement mais fait bel et bien partie de leur rémunération³⁶⁴.

185 Le fait de les qualifier d'investisseurs pourrait paraître, de prime abord, quelque peu saugrenu. Toutefois, même si ces personnes n'investissent pas de l'argent à proprement parler dans la société, ils acceptent des rémunérations moindres en échange de la remise d'actions. Ainsi, dans les faits, ils investissent du temps, renoncent à une partie de leur revenu au profit de la société, en espérant que cette dernière s'envole, et font partie du sociétariat, si bien qu'ils réunissent selon nous les conditions pour être considérés comme des investisseurs. Les conditions de leur « investissement » seront toutefois réglées dans le plan d'intéressement et sera moins sujet à négociations que les contrats de financement habituels.

³⁵⁹ Entretien avec M. BEAUMONT.

³⁶⁰ Entretien avec M. BEAUMONT.

³⁶¹ Entretien avec M. WETZEL.

³⁶² SAINT Nick, *Who are the Super Angels? A comprehensive Guide*, 4 octobre 2010, <<http://www.businessinsider.com/who-are-the-super-angels-a-comprehensive-guide-2010-10?IR=T>> (consulté le 27 juin 2019).

³⁶³ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 273.

³⁶⁴ TF 4A_187/2015 du 29 septembre 2015, consid. 6.2.2.1.

4. Investisseurs stratégiques

L'investisseur stratégique (aussi appelé « investisseur industriel ») est généralement une société mature qui considère l'idée porteuse de la jeune société comme fortement prometteuse et souhaite en tirer parti. A la différence des investisseurs financiers, l'investisseur stratégique s'intéresse avant tout à l'utilité intrinsèque de l'idée porteuse et moins aux retombées patrimoniales envisageables. Il souhaite généralement s'approprier ou du moins profiter de l'idée porteuse pour le développement de ses propres produits ou services³⁶⁵.

186

En Suisse, on remarque que les investisseurs stratégiques interviennent de plus en plus tôt dans le financement des jeunes sociétés et lancent parfois des programmes d'*open innovation* et d'accélération de jeunes pousses³⁶⁶. A nouveau, cette démarche n'est pas faite par altruisme ou pour espérer un gain financier lors de l'*exit*, mais bien dans le but de tirer profit du produit ou service développé par la jeune société. Par un tel investissement, l'investisseur stratégique souhaite acquérir une certaine technologie, en assurer le développement, et/ou en restreindre l'accès à ses concurrents³⁶⁷. L'investisseur stratégique souhaitera généralement obtenir une majorité ou la totalité du capital, de manière à s'impliquer profondément dans la gestion, voire à absorber la société.

187

S'il est vrai que cela peut effrayer le fondateur, qui appréhende le fait de devoir céder la majorité de sa société, des mécanismes contractuels peuvent être mis en place pour assurer à ce dernier et aux employés que les contrats de travail seront maintenus sur une certaine durée³⁶⁸ ou que le siège de la société ne sera pas déplacé³⁶⁹.

188

5. Créanciers

De manière similaire, la jeune société qui ne possède, rappelons-le, que peu de liquidités, peut essayer d'intéresser ses créanciers (en particulier ses fournisseurs) à accepter une participation au capital en lieu et place du remboursement (ou du paiement pour les biens ou services obtenus auprès des fournis-

189

³⁶⁵ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 27.

³⁶⁶ Entretien avec M. WETZEL.

³⁶⁷ PEYRAUD Alexandre, *Quand, comment et dans quelle langue parler à l'investisseur*, avril 2016, <http://www.petitsdejeuners-vaud.ch/fileadmin/user_upload/Petits_dejeuners/20160429-presentation-petits-dejeuners-alecent.pdf> (consulté le 27 juin 2019).

³⁶⁸ Entretien avec M. WETZEL.

³⁶⁹ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

seurs)³⁷⁰. Malheureusement, cela se fait généralement plutôt lorsque la jeune société se trouve en difficultés financières et qu'elle ne parvient pas à s'acquitter de ses factures. Dans un tel cas de figure, la position de la société est précaire et peu séduisante aux yeux du créancier, qui souhaite avant tout être payé. Toutefois, si la jeune société se montre suffisamment convaincante, elle pourrait voir son créancier se transformer en véritable investisseur : la créance possédée à l'encontre de la jeune société est alors convertie en capital, respectivement en réserve issue du capital, par le biais d'une augmentation de capital (cf. N 1268). Comme le relèvent CHENAUX/PFISTER, « [é]conomiquement, le créancier renonce à sa prétention en paiement d'un montant fixe pour des droits en paiement d'un dividende ou d'une part de liquidation ». Le créancier devient alors un actionnaire à part entière, respectivement un participant s'il n'a obtenu que des bons de participation. Il est aussi possible d'octroyer au créancier un droit d'option ou de conversion, lui conférant ainsi le statut de prêteur hybride.

- 190 Enfin, lorsqu'un fournisseur accepte de ne pas être payé immédiatement, il devient, dans les faits, prêteur, c'est-à-dire un bailleur de fonds étrangers. Nous reviendrons sur le cas du crédit fournisseur dans la suite du présent travail (cf. N 516).

6. Clients

- 191 Précisons-le d'entrée de jeu, les clients ne sont pas des investisseurs. Toutefois, on oublie trop souvent que les futurs clients sont une source de financement. Hormis dans les cas de *crowdsupporting*, où les fonds sont levés auprès des futurs clients par des contrats de vente, le financement par le biais des clients n'est pas suffisamment exploité. Ces futurs clients, qu'il s'agisse de personnes physiques ou de sociétés, lorsqu'ils sont intéressés par le produit développé, peuvent amener des fonds conséquents, si cela signifie qu'ils recevront les premiers prototypes et/ou projets pilotes³⁷¹. Un tel financement n'est pas dilutif ni n'entraîne le paiement d'intérêts, puisqu'il s'agit en principe de contrats de vente ou de préventes. Le client devient alors créancier de la contre-prestation, si bien qu'il s'agit alors de financement par fonds étrangers, plus particulièrement d'acomptes-clients, que nous aurons l'occasion d'examiner dans la suite du présent travail.

³⁷⁰ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 128.

³⁷¹ Entretien avec M. DUTHEIL.

B. Institutionnels

Les investisseurs institutionnels³⁷² sont des institutions financières plaçant des fonds provenant des tiers, pour le compte des tiers, mais en leur propre nom, cela à titre professionnel³⁷³. 192

Les investisseurs institutionnels peuvent être des fonds de placement, des assurances et des banques. Plus rarement en Suisse, il peut s'agir de fonds de pension. Formellement, les investisseurs institutionnels sont des actionnaires ou des créanciers ordinaires, qui gèrent cependant des capitaux revenant à des tiers sur le plan économique. Ces bénéficiaires peuvent être les actionnaires de sociétés d'investissement, les détenteurs de parts de fonds de placement ou les assurés de compagnies d'assurance³⁷⁴. 193

Depuis quelques années, on voit apparaître des investisseurs individuels extrêmement fortunés qui endossent un rôle habituellement réservé aux investisseurs institutionnels³⁷⁵. La LPCC prévoit d'ailleurs de traiter comme « investisseur qualifié » toute personne physique étant considérée comme un « particulier fortuné » au sens de l'art. 10 al. 3^{bis} LPCC. Pour cela, l'individu doit prouver qu'il dispose d'au moins CHF 500'000 de fortune et des connaissances nécessaires pour comprendre les risques importants liés à l'investissement (art. 6 al. 1 lit. a OPCC). À défaut d'avoir les connaissances nécessaires, cet investisseur sera tout de même considéré comme un particulier fortuné s'il confirme par écrit qu'il dispose d'une fortune d'au moins CHF 5 mio (art. 6 al. 1 lit. b OPCC). 194

1. Banques

Les banques peuvent intervenir par des prestations de services (« négociation de produits de placement, préparation de l'introduction en bourse, négociation avec d'autres investisseurs ou avec des acquéreurs de l'entreprise »³⁷⁶) ou en tant que bailleurs de fonds ; cela se fait alors presque exclusivement sous la forme de prêt. 195

³⁷² Comprendre « bailleurs de fonds institutionnels ».

³⁷³ BOEMLE/GSELL, p. 589s. ; BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 22 ; KARAMETAXAS, *Gouvernance*, p. 282.

³⁷⁴ KARAMETAXAS, *Gouvernance*, p. 282.

³⁷⁵ BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 14 ; GERHARD, *Exit*, p. 86.

³⁷⁶ BAUEN/ROUILLER, p. 259.

- 196 Certaines banques possèdent toutefois des départements dédiés au financement de jeunes sociétés³⁷⁷, alors que d'autres choisissent de créer des entités externes pour l'investissement en capital-risque³⁷⁸. Les quelques banques actives dans le capital-risque suivront généralement un *lead investor* et n'exigeront pas de représentant au conseil d'administration ; elles n'ont pas pour but de contrôler la société³⁷⁹. Pour le reste, leur activité est largement similaire à celle d'un capital-risqueur et la prise de risque y attachée. Plus rarement, l'investissement peut être motivé par la possibilité pour la banque d'utiliser plus tard le produit ou service développé par la jeune société, notamment dans le domaine de la *fintech*³⁸⁰.
- 197 En réalité, les banques sont principalement actives dans le financement des entreprises dans la phase de maturité, lorsqu'il existe des carnets de commandes et que l'on ne se trouve plus dans une logique de fonds de roulement³⁸¹ (autrement dit, lorsque la société n'a plus un besoin de liquidités urgent et constant). Il est extrêmement rare que les banques interviennent plus tôt chez les jeunes sociétés³⁸².

2. Fonds de *private equity*

- 198 Les fonds de *private equity* sont des sociétés spécialisées dans la prise de participation³⁸³, plus précisément dans le financement par fonds propres et hors bourse³⁸⁴. Les fonds de *private equity* sont gérés par des professionnels – appelés *fund managers* ou *advisors* –, rémunérés en fonction des performances du fonds³⁸⁵.

³⁷⁷ C'est le cas notamment de la Banque cantonale zurichoise avec son département « *Start-up-Finanzierung* ».

³⁷⁸ On pense notamment à la Banque cantonale bernoise et sa STI (*Stiftung für technologische Innovation*), à *Crédit Suisse* et sa filiale *SVC SA*, ou encore à la Banque cantonale lucernoise et sa filiale *Wachstumkapital AG*.

³⁷⁹ Entretien avec M. DÜNNER.

³⁸⁰ Entretien avec M. DÜNNER.

³⁸¹ Entretien avec M. DUTHEIL.

³⁸² BCGE, *Financement des entreprises*, p. 9 ; BONVIN, *Capital-risque*, § 5 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 1 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 25 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 39.

³⁸³ Rapport capital-risque 2012, p. 9 ; GERHARD, *Exit*, p. 83.

³⁸⁴ BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*, p. 66 ; BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 879 ; BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 23 ; HADAD ET AL., p. 115 ; WENGER/SPECK, p. 174.

³⁸⁵ SÖDING, *Private Equity*, p. 17. Pour approfondir les aspects relatifs à la gouvernance de tels fonds, cf. HUBER/BÖHLER, p. 1000 ss.

Il existe en principe un règlement portant sur la politique d'investissement, qui pourra mentionner l'obligation du gestionnaire d'investir un certain montant dans le fonds. On trouvera aussi des détails sur l'orientation du fonds, à savoir les domaines d'activités et le degré de maturité des sociétés dans lesquels des fonds seront investis³⁸⁶. Au cours des dernières années, on a d'ailleurs constaté en Suisse un intérêt accru de la part de ces acheteurs, guidés par des motivations financières. Ces derniers profitent du fait qu'il est devenu difficile pour les jeunes entreprises et les PME d'obtenir des capitaux. En cause, diverses crises, comme celle de l'Union européenne en 2010, qui ont eu comme conséquence des réglementations plus strictes en ce qui concerne la capitalisation des banques, ainsi que « [l']assèchement des marchés monétaires et des capitaux »³⁸⁷. 199

D'un point de vue terminologique, les fonds de *private equity* sont considérés comme des sociétés de capital-investissement lorsqu'elles investissent dans des sociétés déjà matures ; elles sont des sociétés de capital-risque lorsque l'investissement est effectué dans de jeunes sociétés en phase de démarrage³⁸⁸. 200

a. Capital-investissement

Le capital-investissement correspond à l'investissement dans les entreprises en phase de maturité, ayant besoin de capitaux propres mais qui n'ont pas encore été introduites en bourse³⁸⁹, notamment durant certaines phases de financement comme le *bridge-pre-IPO*, le *buyout* ou un *distressed turnaround*³⁹⁰. L'investissement est généralement effectué sur le moyen terme³⁹¹, allant de trois à cinq ans³⁹². Cela peut s'effectuer par une opération d'acquisition ou une prise de participation. L'investissement est relativement élevé et voit occasionnellement l'arrivée de co-investisseurs, comme des sociétés d'assurances ou des fonds de pension. Le rendement espéré par ces sociétés est de 20 à 30%³⁹³. 201

³⁸⁶ GERHARD, *Exit*, p. 86.

³⁸⁷ HOSTETTLER, *Cherche successeur*, p. 36s.

³⁸⁸ Message révision SA 2016, p. 391 ; Message LPCC 2005, p. 6070, ndbp 72 ; GERHARD, *Exit*, p. 84 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 18 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 15 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 2.

³⁸⁹ BAUEN/ROUILLER, p. 258 ; GERHARD, *Exit*, p. 84 ; HOSTETTLER, *Cherche successeur*, p. 38.

³⁹⁰ Message LPCC 2005, p. 6070, ndbp 72.

³⁹¹ Message révision SA 2016, p. 391.

³⁹² JACCARD, *Privilège de liquidation*, p. 59.

³⁹³ HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 936.

b. Capital-risque

(i) Notion

- 202 Par capital-risque (« *venture capital* », « *Wagnis- oder Risikokapital* »), on entend les fonds fournis à des jeunes entreprises innovantes qui présentent un fort potentiel de développement³⁹⁴. Les risques sont élevés mais les perspectives de croissance et de rendement sont intéressantes³⁹⁵.
- 203 Sous-catégories des *private equity*³⁹⁶, les sociétés de capital-risque (« *VCs* ») sont des sociétés spécialisées qui lèvent des fonds pour investir dans des jeunes entreprises qu'elles ont au préalable évaluées, selon des critères prédéfinis, en examinant le potentiel du produit ainsi que les aptitudes managériales de l'entrepreneur³⁹⁷. L'investissement a parfois lieu dans le cadre d'un transfert de technologie d'une haute école, et débouche sur la commercialisation du produit ou service³⁹⁸. Généralement, les sociétés de capital-risque interviennent lorsque les montants recherchés dépassent ceux pouvant être mis à disposition par les investisseurs providentiels³⁹⁹.
- 204 Comme nous le verrons dans les paragraphes qui suivent, les sociétés de capital-risque proposent aussi un *coaching*, amènent leur savoir-faire et leur réseau de contacts, ce qui contribue à l'optimisation de la structure de gestion ou le financement de la R&D. Tout cela a un impact non négligeable sur la stratégie et la direction de l'entreprise⁴⁰⁰. Pour ces raisons, on nomme parfois l'apport financier accompagné de ces conseils et expérience, la « *smart money* »⁴⁰¹. Toutefois, cela ne signifie pas pour autant qu'elles acquièrent le contrôle de la

³⁹⁴ BAUEN/ROUILLER, p. 259 ; GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 2 ; HADAD ET AL., p. 115 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 28 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 2.

³⁹⁵ Art. 120 al. 1 OPCC ; BANIK ET AL., p. 17 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 18 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 302.

³⁹⁶ WENGER, *Venture Capital*, p. 2.

³⁹⁷ Rapport capital-risque 2012, p. 9 ; CCIG, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 94 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 170 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 5 ; WENGER/SPECK, pp. 174 et 176.

³⁹⁸ WENGER/SPECK, p. 176.

³⁹⁹ Entretien avec M. HARFOUCHE.

⁴⁰⁰ FREI, *Assessment*, p. 3 ; GANTENBEIN ET AL., pp. 9 et 11 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 936 ; SECA, *Yearbook 2016*, p. 20 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 17 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 28 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 27.

⁴⁰¹ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 5.

société⁴⁰². Elles souhaitent une réelle collaboration avec la direction de la société à financer⁴⁰³, tout en restant en mesure d'exercer un certain *monitoring*⁴⁰⁴. Cela passe par la création de mécanismes contractuels (notamment la convention d'actionnaires) et/ou la création d'actions privilégiées⁴⁰⁵.

En Suisse, la majorité de l'investissement en capital-risque provient de l'étranger⁴⁰⁶. Autrement dit, la grande partie des sociétés de capital-risque sont basées à l'étranger, en général à Guernesey, Jersey, aux Îles Caïmans, aux Îles Vierges britanniques, au Luxembourg ou encore en Irlande⁴⁰⁷, raison pour laquelle il s'agit très souvent de *limited partnerships*⁴⁰⁸, structure anglo-saxonne que nous analyserons dans la suite du présent travail. Une autre forme juridique empruntée par les sociétés de capital-risque est la société *holding*. Ce genre de société acquiert, conserve et aliène des titres de participation et bénéficie, dans certains cantons, d'une exonération de l'impôt cantonal sur le bénéfice. Ces statuts cantonaux spéciaux sont cependant largement critiqués sur le plan international et devraient disparaître dans les années à venir⁴⁰⁹. En tout état de cause, cette structure juridique est beaucoup plus marginale et rare que le *limited partnership*⁴¹⁰.

205

(ii) Historique

Le capital-risque est un secteur d'investissement relativement jeune. Apparu aux États-Unis dans les années 1960-1970, il n'a réellement commencé à se

206

⁴⁰² BEHR/WIRTH, p. 162 ; FREY/FISCHER, p. 534 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 4 ; WENGER/SPECK, p. 176 et les références citées. Sur la notion de minorité, cf. SÖDING, *Private Equity*, p. 26.

⁴⁰³ Rapport capital-risque 2012, p. 9.

⁴⁰⁴ FREI, *Assessment*, p. 10.

⁴⁰⁵ SÖDING, *Private Equity*, p. 28 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 4.

⁴⁰⁶ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁴⁰⁷ On trouve aussi des sociétés de capital-risque basées en Grande-Bretagne ou en Allemagne, cf. GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 2.

⁴⁰⁸ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 879 ; FREY, *Investment agreement*, p. 41 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 7.

⁴⁰⁹ La RIE III, rejetée par le peuple et les cantons le 12 février 2017, prévoyait notamment la suppression de tels statuts. <<https://www.efd.admin.ch/efd/fr/home/dokumentation/legislation/votations/troisieme-reforme-de-limposition-des-entreprises--rie-iii-.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁴¹⁰ WENGER, *Venture Capital*, p. 15.

développer en Suisse que dans les années 1990⁴¹¹. La création du *SIX Swiss Exchange* en 1996 a grandement contribué à l'essor du capital-risque sur le sol helvétique, en améliorant considérablement les perspectives d'entrées en bourse⁴¹². Il reste encore, selon SIEBER, beaucoup à faire dans le domaine du capital-risque en Suisse⁴¹³ : il faudrait notamment dynamiser et simplifier le processus d'investissement, aujourd'hui encore soumis à trop de formalités.

- 207 Exemple mondialement connu, *Google Inc.* est une société qui a été fondée en 1998 et qui, grâce à son financement par une société de capital-risque, est parvenue à devenir la société que l'on connaît aujourd'hui, valorisée désormais à plus de \$ 500 mia⁴¹⁴.
- 208 En Suisse, parmi les sociétés ayant bénéficié d'un financement par capital-risque couronné de succès, on peut mentionner *Actelion* ou *Esbatech*, toutes deux dans le domaine des *biotechs*. Dans le domaine de la technologie et comme le relève WENGER, l'aventure de *u-Blox* est particulièrement intéressante : à deux doigts d'échouer à trouver un financement suffisant, c'est grâce à la témérité de l'investisseur principal – une société de capital-risque – que la société a pu être maintenue à flot. Deux ans plus tard, *u-Blox* faisait son entrée en bourse⁴¹⁵.

(iii) *Éléments caractéristiques*

- 209 Un investissement en capital-risque possède les caractéristiques suivantes.

⁴¹¹ BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 23 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 5 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 19 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 2s ; WENGER/HONOLD, p. 142.

⁴¹² SÖDING, *Private Equity*, p. 19 et les références citées.

⁴¹³ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, pp. 5 et 47 ; ZENKER, *Private Equity*, § 3. Voir aussi WENGER/HONOLD, p. 143, qui qualifie le secteur du capital-risque suisse comme étant « *unterentwickelt* ».

⁴¹⁴ WENGER, *Venture Capital*, p. 2. Voir aussi LeFigaro.fr, *Google devient la première capitalisation boursière du monde, devant Apple*, 2 février 2016 <<http://www.lefigaro.fr/flash-eco/2016/02/02/97002-20160202FILWWW00230-alphabet-google-surpasse-officiellement-apple-en-bourse.php>> (consulté le 27 juin 2019).

⁴¹⁵ PRIVAT Ludovic, *u-blox launches IPO on the SWX Swiss Exchange* <<https://www.u-blox.com/en/investor-news/u-blox-holding-ag-launches-ipo-swx-swiss-exchange>> (consulté le 27 juin 2019) ; WENGER, *Venture Capital*, p. 3.

(a) Mise à disposition de capital

Le capital est mis à disposition de la jeune société par le biais des fonds propres⁴¹⁶, parfois hybrides⁴¹⁷. Dans ce dernier cas, on pense principalement au prêt mezzanine ou l'emprunt convertible⁴¹⁸. Cela signifie que le capital-risqueur entre tôt ou tard au capital de la jeune société. 210

(b) Pas de prise de majorité

La participation du capital-risqueur n'est a priori jamais majoritaire⁴¹⁹; en d'autres termes, elle ne dépasse que très rarement 50% du capital. Cela signifie que le capital-risqueur sera parfois minoritaire : il aura donc avantage à connaître parfaitement tout ce qui touche à la protection de l'actionnaire minoritaire et à améliorer ladite protection par le biais des contrats de financement⁴²⁰. Le capital-risqueur se réservera le droit d'exercer un contrôle plus étroit si la société ne se développe pas comme prévu ; on appelle cela un changement de contrôle (« *control flip* », « *change of control* », « *Kontrollwechsel* »)⁴²¹. 211

(c) Mise à disposition du réseau et de l'expérience

Dans la majorité des cas, le capital-risqueur met à disposition non seulement du capital, mais aussi son réseau et son expérience (« *smart/intelligent money* »)⁴²². SÖDING dénombre huit manières dont la société de capital-risque peut, en plus de lui fournir des capitaux, aider la jeune société : 1) amélioration du *monitoring* du *management* ; 2) prise de décisions stratégiques et identification des opportunités commerciales ; 3) attrait de *managers* compétents ; 4) expertise financière, notamment en ce qui concerne la structure du financement ; 5) support opérationnel ; 6) amélioration de la gouvernance d'entreprise ; 7) réseau large, permettant d'entrer plus facilement en contact avec les clients, fournisseurs, investisseurs, etc. ; 8) parfois fonction d'arbitre et/ou de médiateur entre les actionnaires⁴²³. 212

⁴¹⁶ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 23s.

⁴¹⁷ Art. 120 al. 2 OPCC ; Rapport capital-risque 2012, p. 9.

⁴¹⁸ CCIG, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 94.

⁴¹⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 32 ; Entretien avec M. WETZEL ; Entretien avec M. HARFOUCHE.

⁴²⁰ Cf. à ce sujet, KUNZ, *Minderheitenschutz*, p. 1 ss.

⁴²¹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 33.

⁴²² FREY, *Investment Agreement*, p. 60 ; PLANCADE, *Levée de fonds*, § 6 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 5.

⁴²³ SÖDING, *Private Equity*, p. 31s.

(d) Société non cotée en bourse

- 213 Même si cela paraît évident, le capital-risque s'adresse à des sociétés qui ne sont pas cotées en bourse⁴²⁴.

(e) Société en phase de développement

- 214 La société financée est en phase de développement, présentant un bon potentiel de croissance et de progression⁴²⁵. Cela signifie que les sociétés de capital-risque investiront après la fondation de la société, au stade de l'amorçage, du développement initial ou de l'expansion et non une fois la phase de maturité atteinte⁴²⁶. Cela dépendra aussi de la taille du VC et de sa propension au risque : il existe certaines sociétés de capital-risque spécialisées dans l'investissement au stade du *seed* alors que d'autres préféreront investir bien plus tard⁴²⁷.

(f) Réalisation d'un retour sur investissement

- 215 Le but principal de la société de capital-risque est de réaliser un gain en capital conséquent sur son investissement⁴²⁸. C'est pour cette raison que les sociétés de capital-risque sont considérées comme des investisseurs dits « financiers », ayant pour seul objectif la rentabilité de l'investissement et donc le potentiel de croissance de la jeune société⁴²⁹.
- 216 La société de capital-risque ne souhaite pas réaliser un gain par l'intermédiaire de dividendes. En pratique, l'investissement est effectué dans dix à vingt jeunes sociétés, sur une période de maximum dix ans et vise principalement un retour sur investissement élevé lors du désengagement⁴³⁰.

⁴²⁴ GERHARD, *Exit*, p. 85 ; JACCARD, *Privileged de liquidation*, p. 60 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 23s.

⁴²⁵ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/fonds-propres/capital-risque.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁴²⁶ Message LPCC 2005, p. 6070s. ; BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 23 ; ETIQUE/VILLA, p. 253 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 37 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 302.

⁴²⁷ Entretien avec M. HARFOUCHE.

⁴²⁸ ETIQUE/VILLA, p. 250 ; FREI, *Assessment*, p. 10 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 102s. et 125 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 150 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 32 ; SÖDING, *Private Equity*, pp. 18 et 371.

⁴²⁹ ETIQUE/VILLA, p. 251 ; FRICK, *Private Equity*, p. 6 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 27. A l'investisseur financier on oppose l'investisseur « stratégique », qui investit en fonction de l'activité opérative et pour obtenir un accès particulier à une technologie ou de nouveaux marchés, par exemple, cf. GERHARD, *Exit*, p. 85.

⁴³⁰ BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 23 ; GERHARD, *Exit*, p. 84 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 936 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 150 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 170s. ; SÖDING, *Private Equity*, p. 17s. ; WENGER, *Venture Capital*, p. 4 et 15 ; WENGER/SPECK, p. 174.

(g) Risque élevé

La jeune société financée ne présente pas un *cash-flow* positif, et il est peu probable qu'elle y parvienne sur le court terme. On espère généralement atteindre le *break even* bien plus tard⁴³¹. Quant à l'idée porteuse, elle reste une idée qui n'a pas encore pu faire ses preuves sur le marché. Enfin, les placements en capital-risque sont moins réglementés que les titres admis en bourse⁴³². En des termes plus populaires, « ça passe ou ça casse ».

217

Pour ces raisons, le risque d'échec, et donc de perte totale est élevé⁴³³. Les sociétés de capital-risque investissent donc de manière diversifiée⁴³⁴, misant sur 10 à 20 jeunes sociétés, en espérant qu'au moins deux ou trois d'entre elles leur rapporteront assez pour effacer les pertes subies par les inévitables échecs⁴³⁵. On considère que 20% des jeunes sociétés financées dégageront un profit confortable, 40% disparaîtront sans rien rapporter à l'investisseur, et 40% permettront au capital-risqueur de sauver les meubles, sans permettre toutefois un réel retour sur investissement (sociétés dites « *limbo* »)⁴³⁶.

218

(h) Durée limitée

Il est largement accepté que l'investissement en capital-risque est limité dans le temps⁴³⁷. La durée de l'engagement est, sauf exceptions, de cinq à sept ans ; il est en moyenne de quatre ans⁴³⁸. En effet, l'objectif poursuivi par le capital-

219

⁴³¹ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 23 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 4.

⁴³² BAUEN/ROUILLER, p. 428.

⁴³³ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 28.

⁴³⁴ FREI, *Assessment*, p. 105.

⁴³⁵ FREI, *Assessment*, p. 8 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 28 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 302 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 4.

⁴³⁶ TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 302. Voir à ce sujet VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 28, qui avance des chiffres légèrement différents : 10 à 20% des financements seront couronnés d'un réel succès, 20 à 30% se solderont pas un échec total et 60 à 80% par des sociétés qui n'ont rien fait perdre mais n'ont rien fait gagner non plus.

⁴³⁷ Cf. TF 4C.214/2003 du 21 novembre 2003, consid. 3.2 : « [d]as *Private Equity Geschäft* bezeichnet ein Vorgehen, mit dem ein Investor die kurz- bis mittelfristige Risikokapitalfinanzierung eines nicht börsenkotierten Unternehmens übernimmt, wobei sein Bestreben zur Beendigung der Investition von vornherein feststeht » ; BIENZ/WALZ, p. 13 ; ETIQUE/VILLA, p. 248 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 150 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 23.

⁴³⁸ ETIQUE/VILLA, p. 249 ; FRICK, *Private Equity*, p. 382 ; GANTENBEIN ET AL., p. 15 ; GERHARD, *Exit*, p. 94 et 96 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 3 ; WENGER/SPECK, p. 176. Voir aussi SÖDING, *Private Equity*, p. 371 qui parle de trois à sept ans ; BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 23 qui parle lui de deux à huit ans ; JACCARD, *Privilege de liquidation*, p. 60, qui parle de cinq à dix ans.

risqueur est, au bout du compte et sans conteste, de se désengager et de réaliser un profit, souvent en vendant la participation⁴³⁹.

c. Placement collectif

- 220 Il s'agit de savoir si la société de capital-risque doit être considérée comme un placement collectif de capitaux au sens de la LPCC, ou comme une société commerciale. Nous abordons cette question dans la section qui suit.

3. Placements collectifs de capitaux

- 221 Les fonds de placements collectifs peuvent être des fonds suisses ou des fonds étrangers. Ce qui est réellement important pour la jeune société cherchant un financement, c'est la proximité culturelle et géographique avec les investisseurs derrière le fonds et non pas avec le fonds lui-même ; la « nationalité » du fonds est donc peu pertinente du point de vue de la société⁴⁴⁰.

a. Fonds suisses

- 222 En Suisse, les placements collectifs de capitaux souhaitant investir dans le capital-risque de jeunes sociétés innovantes peuvent choisir plusieurs formes juridiques. Toutefois, aucune d'entre elles ne peut réellement prétendre faire concurrence face aux structures choisies par les fonds étrangers, cela pour des raisons structurelles, légales ou fiscales⁴⁴¹. En effet, les placements collectifs de capitaux font encore l'objet d'un trop grand nombre de régulations paralysantes, ce dans un but de protection de l'investisseur⁴⁴².

(i) *Autorisation de la FINMA*

- 223 Les fonds de placement suisses sont en principe soumis à la surveillance de la FINMA ; ils doivent donc obtenir l'autorisation de la FINMA selon la LPCC, qui précise que quiconque administre des placements collectifs, les garde ou les distribue à des investisseurs non-qualifiés doit obtenir l'autorisation (« *Bewilligungspflicht* ») de la FINMA (art. 13 al. 1 LPCC). La LPCC prévoit

⁴³⁹ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 24.

⁴⁴⁰ GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 5.

⁴⁴¹ GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 18.

⁴⁴² Message LPCC 2012, p. 3389 ; BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 16.

en outre expressément que la SCPC, la SICAV et la SICAF doivent aussi demander une telle autorisation (art. 13 al. 2 LPCC). L'autorisation sera accordée aux conditions des art. 14 LPCC : il faut notamment fournir des garanties d'une activité irréprochable, avoir les qualifications professionnelles appropriées, posséder une organisation et des directives internes efficaces et présenter des garanties financières suffisantes.

Enfin, en vertu de l'art. 15 LPCC, le fonds, en tant qu'il est un produit financier, doit soumettre divers documents à l'approbation de la FINMA (« *Genehmigungspflicht* », « *Produktbewertung* ») : le contrat de fonds, les statuts et le règlement pour les SICAV/SICAF, respectivement le contrat de société des SCPC⁴⁴³.

224

(ii) SCPC

La LPCC est entrée en vigueur en 2007 et a remplacé la LFP. Cette loi a permis l'apparition d'une nouvelle société : la société en commandite de placements collectifs (SCPC). Cette société, utilisant la structure juridique de la société en commandite des art. 594 ss CO, est inspirée du droit anglo-saxon et devait offrir une « forme juridique souple en matière de cercle d'investisseurs, de placements et de durée »⁴⁴⁴ ; autrement dit, elle était censée encourager le développement des investissements en capital-risque⁴⁴⁵ en proposant une taxation plus avantageuse⁴⁴⁶. En pratique, elle n'a pas eu le succès escompté : fin 2018, on ne comptait que très peu de sociétés en commandite de placements collectifs en Suisse. Selon WENGER, il s'agit d'un compromis « à la suisse », qui propose une solution sans réellement avoir compris les besoins du marché et des parties impliquées⁴⁴⁷.

225

La SCPC investit dans le capital-risque d'entreprises et peut définir leurs orientations stratégiques (art. 117 al. 2 OPCC). Selon l'art. 98 al. 3 LPCC, les commanditaires de la SCPC doivent être des investisseurs qualifiés au sens de

226

⁴⁴³ Pour plus détails sur ces documents et sur l'approbation, cf. BSK KAG-BIANCHI/GRANO, Art. 15 N 2 ss.

⁴⁴⁴ Message LPCC 2005, p. 6020.

⁴⁴⁵ ETIQUÉ/VILLA, p. 246 ; VOGEL/SCHÄR, p. 479 ss.

⁴⁴⁶ Voir à ce sujet, GUMY Anne, *Nouvelles formes de placements collectifs de capitaux : quelques aspects fiscaux*, Bulletin CEDIDAC n° 46, pp. 1-8.

⁴⁴⁷ WENGER, *Venture Capital*, p. 16. Pour une ana

l'art. 10 al. 3 LPCC⁴⁴⁸. Les investisseurs qualifiés sont ainsi typiquement des investisseurs institutionnels ou des particuliers fortunés⁴⁴⁹.

(iii) *SICAV*

- 227 La LPCC prévoit des placements prenant la forme de corporations, notamment par le biais de la société d'investissement à capital variable (SICAV). S'inspirant du modèle luxembourgeois, il s'agit d'une société anonyme sans capital fixe⁴⁵⁰.

(iv) *SICAF*

- 228 La société d'investissement à capital fixe (SICAF) est une société anonyme de droit suisse, dont le but est uniquement le placement collectif (art. 110 lit. a LPCC).

(v) *Non-LPCC*

- 229 En Suisse, plusieurs fonds de capital-risque sont organisés de manière à ne pas rentrer dans le champ d'application de la LPCC, et de manière à échapper à la surveillance de la FINMA (art. 2 al. 2 LPCC)⁴⁵¹. Il reste aussi possible d'effectuer l'investissement par le biais d'une société d'investissement suisse, non soumises à la LPCC en vertu de l'art. 2 al. 3 LPCC, pour autant que la société s'adresse exclusivement à des investisseurs qualifiés et qu'elle dispose uniquement d'actions nominatives. Il est aussi possible de se prémunir de l'exception de l'art. 2 al. 2 lit. d LPCC⁴⁵², concernant les « sociétés exerçant une activité commerciale ou industrielle », c'est-à-dire les sociétés opérationnelles⁴⁵³.
- 230 Du reste, il n'a pas toujours été facile de déterminer si une société de capital-risque constitue un placement collectif au sens de la LPCC ou une société opérationnelle. Le Tribunal fédéral a d'ailleurs donné tort à la FINMA en

⁴⁴⁸ On désigne les investisseurs non-qualifiés de « *retail* » ; il s'agit de personnes ne possédant pas suffisamment de fonds pour espérer investir en capital-risque, cf. GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 11.

⁴⁴⁹ *Ibid.*

⁴⁵⁰ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 841 ss.

⁴⁵¹ GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 3.

⁴⁵² Confirmé dans TF 2C_1068/2017, 2C_1070/2017 du 9 octobre 2018.

⁴⁵³ CLEMETSON/HOUDROUGE, § 3 ss ; FISCHER, *Placement collectif*, § 2 ss.

2019⁴⁵⁴ ; cette dernière avait ordonné la liquidation d'une société de capital-risque, au motif qu'il s'agissait d'une SICAF ne détenant pas les autorisations nécessaires, et non d'une société opérationnelle. Selon notre Haute Cour, il y existe bel et bien une activité opérationnelle lorsque la société de capital-risque exerce une influence active sur la gestion des jeunes sociétés dans lesquelles elle a investi.

En tout état de cause, la grande majorité des fonds de placements collectifs de capitaux restent des fonds étrangers⁴⁵⁵. Le Conseil fédéral précise même que les investisseurs étrangers sont « les bienvenus en Suisse », en tant qu'ils contribuent à la compétitivité de la place économique suisse⁴⁵⁶.

231

(vi) *SCR (ancien droit)*

En 2000 est entrée en vigueur la LSCR, qui était censée encourager la création de nouvelles entreprises en facilitant l'accès au capital-risque⁴⁵⁷. Cette loi, dont l'effet était limité à dix ans, est devenue caduque en 2010, de plein droit (art. 9 al. 3 LSCR). Elle prévoyait d'accorder des allègements fiscaux aux sociétés de capital-risque et aux *business angels* uniquement. Aucun allègement n'était prévu pour les jeunes sociétés.

232

La LSCR n'a pas eu « l'effet escompté »⁴⁵⁸ : en dix ans, seules 24 entreprises ont été agréées en tant que sociétés de capital-risque. En cause, la méconnaissance de cette loi par les acteurs du domaine, ainsi que l'incitation fiscale qui s'est révélée insignifiante pour les sociétés de capital-risque et les *business angels*⁴⁵⁹. Déjà lors de son entrée en vigueur, les spécialistes restaient sceptiques quant à son efficacité⁴⁶⁰.

233

⁴⁵⁴ TF 2C_1068/2017, 2C_1070/2017 du 9 octobre 2018, consid. 3.2.3 : « [w]irkt somit ein Venture-Capital-Unternehmen aktiv bei der Gesellschaft, an welcher sie eine (Minderheiten-) Beteiligung hält, mit, scheidet eine Qualifikation als kollektive Kapitalanlage [...] aus ».

⁴⁵⁵ *Ibid.*

⁴⁵⁶ Message révision SA 2016, p. 393 et les références citées.

⁴⁵⁷ Pour un aperçu détaillé des tenants et aboutissants de cette loi, cf. VON STRENG ET AL., p. 649 ss.

⁴⁵⁸ Rapport capital-risque 2012, p. 28s.

⁴⁵⁹ Rapport capital-risque 2012, p. 29s.

⁴⁶⁰ VON STRENG ET AL., p. 649 et les références citées.

(vii) Législation actuelle

- 234 La législation actuelle ne permet pas aux fonds de placements suisses d'investir de manière optimale en capital-risque. Ainsi, il n'existe pas d'avantage réel pour l'investisseur en capital-risque de se tourner vers un fonds de placement suisse⁴⁶¹. Selon GRIEDER ET AL., les fonds de capital-risque sont « *überreguliert* » et de ce fait peu attractifs⁴⁶² : tout d'abord, la durée pour obtenir l'autorisation de la FINMA peut être de plusieurs mois et varie grandement selon le cas d'espèce. Ceci est extrêmement problématique pour l'investisseur qui souhaite que le fonds entame immédiatement les placements⁴⁶³. Par ailleurs, les coûts de fondation et de gestion d'un fonds suisse sont bien plus élevés que ceux d'un fonds *offshore*⁴⁶⁴. Permettre à certains fonds de placement, comme les fonds de capital-risque, d'être soumis à la procédure simplifiée (art. 17 LPCC) ou prévoir certaines exceptions procédurales aurait pour effet d'améliorer la compétitivité des fonds suisses⁴⁶⁵.

(viii) Le cas particulier des fonds de pension

- 235 En Suisse, le taux d'épargne⁴⁶⁶ est de 30%⁴⁶⁷. Mais deux tiers de cette épargne se trouvent dans des fonds de pension (art. 48 ss LPP), c'est-à-dire des institutions de prévoyance, qui ne sont pas soumis à la LPCC et la surveillance de la FINMA (art. 2 al. 2 lit. b LPCC). On compte environ 2'000 caisses de pension en Suisse ; ces dernières gèrent actuellement CHF 850 à 900 mia et investissent principalement sur le marché obligataire et hypothécaire et non sur le marché du capital-risque⁴⁶⁸ : ainsi, l'investissement des caisses de pensions suisses dans le capital-risque pur n'est que de 0.02%⁴⁶⁹.

⁴⁶¹ GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 4.

⁴⁶² GRIEDER ET AL., *Teil B*, pp. 12-14, qui proposent de prévoir au minimum une procédure simplifiée pour les fonds de capital-risque investissant principalement dans les jeunes sociétés innovantes.

⁴⁶³ GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 6s., qui préconisent une durée maximale de quatre à six semaines pour l'octroi de l'autorisation.

⁴⁶⁴ HADAD ET AL., p. 115 ; SCHLEIFFER ET AL., p. 137 : il faut ainsi compter entre CHF 60'000 et 120'000 de frais d'avocats et environ CHF 50'000 pour obtenir l'autorisation de la FINMA.

⁴⁶⁵ GRIEDER ET AL., *Teil B*, pp. 7 et 13.

⁴⁶⁶ Le taux d'épargne est le rapport entre le montant de l'épargne et le revenu disponible brut.

⁴⁶⁷ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 32.

⁴⁶⁸ GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 5 ; HALDNER, *Fonds- und Dachfondsstrukturen*, p. 59 ss ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 25.

⁴⁶⁹ BODER, *Capital-risque*, § 7 ; TÜRLE, *Caisses de pension*, § 3.

Selon certains auteurs, il est nécessaire de modifier la législation actuelle pour permettre aux fonds de pension suisses d'investir en partie dans l'innovation et les jeunes sociétés suisses⁴⁷⁰. C'est d'ailleurs déjà le cas à l'étranger, en particulier aux États-Unis, où les fonds de pension sont les plus grands investisseurs en capital-risque dans les jeunes sociétés, ce qui encourage largement l'innovation et la création d'emplois⁴⁷¹. 236

La législation actuelle pose problème, du fait qu'elle exige que les investissements en capital-risque soient comptabilisés comme pertes, considérés comme placements à risque, dits alternatifs, et limités à 15% de la fortune de la caisse (art. 55 lit. d OPP 2)⁴⁷². Même si ces conditions devaient être modifiées, les fonds de pension suisses ne sont pas assez conséquents pour se permettre d'investir en capital-risque et diversifier le risque de manière suffisante. C'est pour cette raison que certains experts considèrent qu'il faut créer un fonds de fonds, ce qui permettrait à tous les fonds de pensions de participer au financement de l'innovation⁴⁷³. Dans ce cas, le fonds de fonds n'investirait pas directement dans les jeunes sociétés, mais dans des sociétés de capital-risque ayant fait leur preuve⁴⁷⁴. 237

Cette idée a d'ailleurs fait son chemin. En effet, un fonds géant de capital-risque est proche de la concrétisation. Le but est que les caisses de pension investissent désormais au moins 1% de leurs fonds dans des jeunes entreprises innovantes⁴⁷⁵. Ce fonds géant regrouperait environ 200 fonds de capital-risque et pourrait susciter l'intérêt des 2'000 caisses de pensions suisses et permettrait par conséquent de stimuler la création et le développement des jeunes sociétés innovantes⁴⁷⁶. Le projet bénéficie d'un soutien politique mais d'aucun soutien financier étatique. Le volume idéal d'un tel fonds, pour espérer une répartition des risques correcte, serait de CHF 500 mio⁴⁷⁷ ; la moitié des capitaux détenus seraient investis dans les jeunes sociétés suisses⁴⁷⁸. Il va sans dire que, pour établir un tel système, une modification conséquente de la LPP et 238

⁴⁷⁰ Cf. GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 5 ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 25.

⁴⁷¹ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 26.

⁴⁷² BODER, *Capital-risque*, § 7.

⁴⁷³ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 26 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 6.

⁴⁷⁴ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 26s.

⁴⁷⁵ TÜRRLER, *Caisses de pension*, § 2.

⁴⁷⁶ BODER, *Capital-risque*, § 1s.

⁴⁷⁷ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 40 ; BODER, *Capital-risque*, § 3 ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 25.

⁴⁷⁸ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2017*, p. 32.

l'OPP 2 devrait toutefois être entreprise⁴⁷⁹. Début 2019, ce fonds de fonds se heurtait encore « aux réticences des caisses de pensions »⁴⁸⁰.

b. Fonds de l'étranger

(i) *Approbation de la FINMA*

- 239 Depuis la révision de la LPCC début 2013, les placements collectifs étrangers doivent obtenir l'approbation préalable de la FINMA⁴⁸¹. Cette révision a aussi eu pour conséquence que la proposition ou publicité pour des placements collectifs est considérée comme de la distribution (art. 3 al. 1 LPCC) ; ainsi, des fonds de placement étrangers tombent facilement sous le coup de cette définition et entrent de ce fait dans le champ d'application de la LPCC (art. 2 al. 1 lit. b LPCC).
- 240 Les fonds de placements collectifs étrangers doivent en tout temps avoir un représentant et un service de paiement en Suisse (art. 120 al. 4 LPCC qui renvoie à l'al. 2 lit. d de la même disposition) ; le représentant devra lui demander une autorisation à la FINMA (art. 13 al. 2 lit. h LPCC). Le fonds étranger peut alors choisir un représentant externe ou avoir son propre représentant ; les deux solutions sont coûteuses et fastidieuses. Ainsi, on se dirige vers une situation où les fonds étrangers éviteront la distribution et choisiront un rôle plus passif, que l'on appelle la « *reverse solicitation* »⁴⁸².
- 241 Relevons brièvement que la FINMA applique le principe de « *substance-over-form* » : lorsque la direction effective (« *tatsächliche Hauptverwaltung* ») d'un fonds ayant son siège à l'étranger se fait depuis la Suisse, alors ce n'est plus une approbation mais bien une autorisation qui doit être obtenue⁴⁸³.
- 242 Nous abordons les deux types de sociétés de capital-risque étrangères les plus fréquentes, soit la *limited partnership* de droit anglo-saxon et la SICAR luxembourgeoise.

⁴⁷⁹ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2017*, p. 33.

⁴⁸⁰ RICHTERICH Rachel, *Le demi-milliard promis aux start-up se fait attendre*, LeTemps.ch, 18 novembre 2018 <<https://www.letemps.ch/economie/demimilliard-promis-aux-startup-se-attendre>> (consulté le 27 juin 2019).

⁴⁸¹ Art. 120 al. 1 LPCC ; GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 4 ; HADAD ET AL., p. 114.

⁴⁸² BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 15 ; GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 16, qui considèrent qu'une telle situation est « regrettable ».

⁴⁸³ BSK KAG-FRICK/HÄUSERMANN, Art. 13 N 2b.

(ii) *Limited partnership*

Nous l'avons vu, la plupart de l'investissement en capital-risque en Suisse provient de placements collectifs étrangers, souvent basés aux Bermuda, Guernsey, Jersey ou aux Iles Caïmans, ce pour des raisons fiscales et juridiques⁴⁸⁴. La forme choisie par ces fonds est la *limited partnership*, qui est une institution de droit anglo-saxon ; le choix de cette forme juridique engendre des coûts moindres et permet une optimisation fiscale extrêmement intéressante⁴⁸⁵. Il est d'ailleurs tout à fait possible d'utiliser ce véhicule de droit étranger, quand bien même l'investisseur est suisse⁴⁸⁶. 243

La structure d'un tel fonds est similaire à celle de la société en commandite suisse⁴⁸⁷ : le commandité est appelé *general partner* (GP) ; il administre le fonds et est indéfiniment responsable (=AIR). Le commanditaire, c'est-à-dire l'investisseur, est appelé lui *limited partner*. Il ne participe pas à la gestion du fonds et ne répond que dans la mesure de son investissement⁴⁸⁸. 244

La relation entre les deux associés est réglée par un *partnership agreement* ; cette convention permet de régler notamment la gestion de l'activité commerciale, les possibilités d'y mettre fin, la rémunération ou encore la répartition du bénéfice⁴⁸⁹. Très souvent, à titre d'exemple, le *limited partner* consent au paiement d'un certain montant annuel fixe (environ 2 à 2.5% de l'investissement) au *general partner*. Il est aussi usuel que ce dernier obtienne une participation au retour sur investissement réalisé (« *carried interest* », environ 20%)⁴⁹⁰. 245

⁴⁸⁴ BLOCH Ghislaine, *Un fonds national pour le capital-risque ? Le grand débat commence*, LeTemps.ch, 16 mars 2016 <<https://www.letemps.ch/opinions/2016/03/16/un-fonds-national-capital-risque-grand-debat-commence>> (consulté le 27 juin 2019) ; HADAD ET AL., p. 115 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 16 : en Suisse, en 2014, sur les CHF 457 mio de capital-risque récoltés par les jeunes sociétés innovantes suisses, seuls 15% – CHF 70 mio – provenaient de sociétés de capital-risque basées en Suisse.

⁴⁸⁵ BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 14s. ; GERICKE/ISLER, p. 50 ; FRICK, *Private Equity*, p. 127.

⁴⁸⁶ ETIQUÉ/VILLA, p. 256.

⁴⁸⁷ LUKAS, *Bewertung*, p. 7 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 33.

⁴⁸⁸ BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 14 ; FRICK, *Private Equity*, p. 127 ; HADAD ET AL., p. 115 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 33.

⁴⁸⁹ BÖTTGER, *Finanzinvestoren*, p. 14.

⁴⁹⁰ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 32 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 15s.

(iii) SICAR luxembourgeoise

- 246 Bien plus récente que la *limited partnership* anglo-saxonne, la société d'investissement en capital-risque (SICAR) luxembourgeoise, apparue en 2004, s'est avérée être une excellente alternative à la *limited partnership*. Elle rencontre un bien meilleur succès que la SCPC suisse⁴⁹¹.

4. Fondations et *Family Offices*

- 247 Plus rarement, il arrive que des fondations participent au financement d'une jeune société, lorsque cela est conforme à leur but social, soit parce qu'elles souhaitent encourager le développement technologique dans un certain domaine, soit parce qu'elles souhaitent simplement encourager les jeunes sociétés en général. Pour les jeunes sociétés, les fondations peuvent s'avérer être des partenaires de choix : octroyant des prêts avec des intérêts réduits, voire inexistant, il arrive même qu'elles renoncent à être remboursées si la jeune société bat de l'aile⁴⁹². A titre d'exemple, on peut nommer *Venture Kick*⁴⁹³, fruit d'un consortium de fondations et donateurs privés, qui avait distribué, début 2017, presque CHF 20 mio en capital d'amorçage, à plus de 463 jeunes sociétés⁴⁹⁴. Cela porte ses fruits puisqu'en 2018, les jeunes sociétés ayant bénéficié d'un soutien de *Venture Kick* ont récolté près de CHF 687 mio⁴⁹⁵.
- 248 Les *family offices* représentent une ou plusieurs familles aisées. Ce concept est apparu aux États-Unis au XIX^e siècle ; depuis, un grand nombre de familles capitalistes utilisent cet instrument pour gérer leur patrimoine. Ledit instrument permet à une ou plusieurs familles aisées de donner à des spécialistes la « gestion globale et coordonnée d'un patrimoine important et complexe »⁴⁹⁶.

⁴⁹¹ WENGER, *Venture Capital*, p. 16s. Pour plus de détails concernant la SICAR, cf. SPILLMANN, *Kommanditgesellschaft*, p. 34 ss.

⁴⁹² LUKAS, *Bewertung*, p. 1 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 37.

⁴⁹³ Mais aussi W.A. De Vigier Stiftung, la « Eidgenössische Stiftung zur Förderung schweizerischer Volkswirtschaft durch wissenschaftliche Forschung » ou encore SwissFoundations qui est une association des fondations donatrices suisses.

⁴⁹⁴ Site internet *Venture Kick*, rubrique « à propos de nous ». <<http://www.venturekick.ch/index.cfm?page=129817&>> (consulté le 27 juin 2019).

⁴⁹⁵ Agefi.com, *Record de fonds levés pour les start-up de Venture Kick*, 30 janvier 2019 <<http://www.agefi.com/home/entreprises/detail/edition/online/article/en-2018-les-start-up-soutenues-par-venture-kick-ont-recolte-687-millions-de-francs-soit-une-augmentation-de-49-par-rapport-a-lannee-precedente-un-record-484968.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁴⁹⁶ BAUEN/ROUILLER, p. 487.

En pratique, la fortune de la famille devrait dépasser les CHF 50 mio pour que la mise en place de la structure soit rentable⁴⁹⁷.

Nous ne nous attarderons pas sur les prestations ou le fonctionnement⁴⁹⁸ des *family offices*, et nous limiterons à mentionner qu'ils investissent parfois une partie de leur fonds (au maximum 10%) dans les jeunes sociétés, le but avoué étant un retour sur investissement. De plus en plus fréquemment, les *family offices* remplacent les sociétés de capital-risque dans les phases de financement initiales⁴⁹⁹. Certains fonds sont aussi mis en place pour permettre aux *family offices* d'investir plus facilement dans l'innovation⁵⁰⁰.

249

5. Corporate venturing

Le *corporate venturing* (ou « capital investissement d'entreprise », ou encore « *corporate VC* »), qui s'est développé aux États-Unis en premier lieu, est le fait pour certaines grosses sociétés de dédier des fonds à l'investissement en capital-risque⁵⁰¹. On pense notamment à *Intel Capital* et *Google Ventures*. Depuis peu, ce type d'investissement se développe progressivement en Europe⁵⁰².

250

En Suisse, on rencontre principalement *Swisscom Ventures*, *Novartis Ventures* ou même la *Poste* ou encore *SIX*. Le but d'une telle activité est principalement l'espoir de pouvoir absorber ou incorporer la jeune société pour profiter des produits ou du service développés, mais aussi, alternativement ou cumulativement, de profiter de retombées patrimoniales hypothétiques. Ce type d'investissement est donc à mi-chemin entre l'investissement financier et l'investissement stratégique.

251

⁴⁹⁷ BAUEN/ROUILLER, p. 490.

⁴⁹⁸ Pour plus de détails quant à ces aspects, cf. BAUEN/ROUILLER, pp. 487-491.

⁴⁹⁹ DELAYE, *Capital-risque*, § 7.

⁵⁰⁰ Voir à ce sujet le fonds *4FO Early Stage*, réservé aux *family offices* et investisseurs qualifiés, cf. SCHÖN Eugène, *Un fonds pour permettre aux Family Offices d'investir dans l'innovation* <<https://www.startupticker.ch/en/news/april-2016/un-fonds-pour-permettre-aux-family-offices-d-investir-dans-l-innovation>> (consulté le 27 juin 2019).

⁵⁰¹ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 27 ; WENGER/HONOLD, p. 143.

⁵⁰² A l'échelle européenne, on considère que le *corporate venturing* permet à un quart des tours de financement de se conclure positivement, cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 27.

6. État

252 L'État intervient rarement en tant qu'investisseur. Il met toutefois en place divers programmes et incitations financières pour encourager les entrepreneurs à se lancer et créer leur société. Certains plaident pour de meilleures aides étatiques dans la phase initiale⁵⁰³. En 2014, la moitié des jeunes sociétés sondées considéraient que les soutiens étatiques devraient être disponibles plus tôt dans la vie de la jeune société⁵⁰⁴. En outre, même si cette potentielle manne financière est certes bienvenue, elle n'est en général pas suffisante pour financer le fonds de roulement⁵⁰⁵.

a. Confédération

253 Pour l'heure, le Conseil fédéral estime qu'il n'est pas nécessaire de proposer un « programme de financement public » visant à soutenir les jeunes entreprises. Selon lui, il est plus judicieux de « poursuivre la promotion des conditions-cadre » et de « préserver ainsi un environnement attrayant », aussi bien pour les fondateurs que pour les investisseurs⁵⁰⁶. Vu la difficulté qu'ont les jeunes sociétés à garder la tête hors de l'eau en début de vie, et leur manque constant de liquidités, on ne peut que souhaiter que le Conseil fédéral révise sa position.

254 La Confédération avait tout de même créé la Commission pour la technologie et l'innovation (ci-après : CTI) pour la promotion de l'innovation, au travers de moyens financiers, de conseil et des réseaux professionnels. La CTI a été transformée en 2018 en un établissement de droit public de la Confédération, dotée de la personnalité juridique, sous le nom d'*Agence suisse pour l'encouragement de l'innovation*, ou *Innosuisse*. Autres programmes soutenus par la Confédération, *Venturelab* et *Venturekick*, qui proposent notamment un coaching aux jeunes sociétés.

b. Cantons

255 Vaud et Zurich sont les deux cantons dans lesquels l'investissement en capital-risque dans les jeunes pousses est le plus important⁵⁰⁷, mais la plupart des

⁵⁰³ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 48.

⁵⁰⁴ DELAYE, *Start-up nation*, § 6.

⁵⁰⁵ GANTENBEIN ET AL., p. 9.

⁵⁰⁶ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 42.

⁵⁰⁷ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 18.

cantons suisses offrent aussi un large soutien au financement, avec pas moins de 87 programmes existant à l'heure actuelle⁵⁰⁸. Chaque canton propose des services de conseils aidant la mise en place ou le développement d'un projet entrepreneurial.

A Genève par exemple, la loi JEDI (l'acronyme pour « jeunes entreprises développant des innovations ») est entrée en vigueur en 2011, et met notamment en place divers allègements fiscaux, pour les jeunes sociétés remplissant cumulativement certains critères (art. 2 LJEDI).

256

c. Écoles polytechniques et Universités

L'enseignement et la recherche en Suisse sont largement développés ; le niveau d'éducation est d'ailleurs considéré comme très haut⁵⁰⁹. L'EPFL de Lausanne et l'EPFZ de Zurich ont depuis longtemps une excellente réputation sur le plan international⁵¹⁰. Les Écoles polytechniques et les Universités (ci-après : les Hautes écoles) jouent en conséquence un rôle primordial dans le développement de l'innovation et donc du développement de jeunes sociétés dans le paysage économique suisse⁵¹¹. Elles permettent de mettre en place et favoriser le processus de création ; elles doivent en outre parvenir à transmettre des connaissances scientifiques mais aussi des compétences managériales⁵¹².

257

Lorsqu'une technologie est développée au sein d'une Haute école, il est fréquent que le chercheur lance un projet d'entreprise pour commercialiser ladite technologie. Le fruit de la recherche appartient toutefois à la Haute École, qui doit la transférer au chercheur, par le biais d'une licence ou d'un transfert de technologie (aussi appelé « transfert de connaissances »)⁵¹³. On parle alors de *spin-off*⁵¹⁴. Selon une étude de 2015, le taux de survie de ces *spin-off* est de 92% après cinq ans, ce qui est largement en dessus du taux habituel de survie des jeunes sociétés (environ 50%)⁵¹⁵.

258

⁵⁰⁸ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 32.

⁵⁰⁹ GANTENBEIN ET AL., p. 18.

⁵¹⁰ L'ETH Zurich est classée en 2019 par *Times Higher Education* comme étant la 11^e meilleure Université au monde. <<https://www.timeshighereducation.com/world-university-rankings/2019/world-ranking>> (consulté le 27 juin 2019).

⁵¹¹ WENGER, *Venture Capital*, p. 6.

⁵¹² Pour tout le paragraphe, BERWERT ET AL., p. 25 ss.

⁵¹³ WENGER, *Venture Capital*, p. 4.

⁵¹⁴ WENGER, *Venture Capital*, pp. 9 et 29.

⁵¹⁵ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 90.

- 259 Dans le cadre d'un transfert de technologie, les termes financiers (principalement la rémunération de la Haute École) devront être négociés : les Hautes Écoles prennent le rôle de bailleur de fonds, puisqu'elles obtiennent, en contrepartie du transfert, un certain pourcentage du capital-actions de la jeune société qui ne sera en principe jamais majoritaire⁵¹⁶. Les parts obtenues généreront des dividendes et/ou seront ensuite revendues lors des tours de financement suivants, lors d'une vente de l'entreprise ou suite à une éventuelle entrée en bourse⁵¹⁷.
- 260 Par ailleurs, les Hautes Écoles aideront et accompagneront le chercheur dans son projet d'entreprise, que ce soit par le biais d'un encadrement et de conseils relatifs à la protection de la PI ainsi qu'aux divers aspects légaux et économiques⁵¹⁸. Plus rarement, il arrive que des Hautes Écoles disposent de fonds qu'elles investissent directement dans le capital-risque de jeunes sociétés.

d. Aides

(i) *Prix divers*

- 261 Il existe en Suisse un nombre immense de bourses et de prix récompensant l'innovation, avec parfois à la clé des prix en espèces ou en nature, sous forme de coaching par exemple. Comme le relève M. BRUN, au début de l'aventure, le métier du fondateur est souvent de « courir les prix »⁵¹⁹.
- 262 Les fondateurs ne devront toutefois pas s'égayer et tenter de participer à toutes les compétitions possibles : il s'agira en premier de sélectionner attentivement les concours auxquels la société prendra part, en fonction de la dotation y liée, du temps et de l'engagement nécessaire pour y prendre part, de la probabilité de décrocher le premier prix ou encore du domaine de prédilection de chaque compétition⁵²⁰. Autrement dit, il convient de ne pas s'éparpiller et d'engager son énergie dans des compétitions adaptées et potentiellement profitables, et bien entendu de savoir rester réaliste.

⁵¹⁶ Voir par exemple l'art. 11 lit. b Val-UNIL, qui précise que « la prise de participations ne dépasse pas 49% du capital ni 49% des voix ». D'après nos recherches, ce pourcentage se situe généralement entre 5 et 10%, même s'il dépendra, en fin de compte, de circonstances particulières de chaque cas d'espèce.

⁵¹⁷ Entretien avec M^{me} NASH.

⁵¹⁸ Entretien avec M^{me} NASH.

⁵¹⁹ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

⁵²⁰ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

(ii) Organismes d'aide et de cautionnement

Il est fréquent que des organismes d'aide et de cautionnement interviennent dans le financement de la société, dès la création ainsi que durant la phase de croissance et d'expansion⁵²¹. Ces organismes pourront intervenir là où des banques ne seraient pas entrées en matière⁵²². 263

Il existe quatre coopératives de cautionnement en Suisse⁵²³. L'une d'entre elles, la *Coopérative Cautionnement Romand*, propose ainsi d'arrière-cautionner les prêts bancaires octroyés à certaines jeunes sociétés ou PME, jusqu'à CHF 500'000. On citera aussi la *Fondation Microcrédit Solidaire* Suisse qui aide les nouveaux entrepreneurs n'ayant pas accès au crédit bancaire, en prêtant des montants ne dépassant pas CHF 30'000, selon des modalités et un taux d'intérêt préférentiels (environ 4%), ou encore *Finergence*, fondation neuchâteloise pour le financement initial d'entreprises novatrices, qui accorde elle des prêts à des taux d'intérêt extrêmement bas. 264

C. Processus d'investissement

1. Choix de la jeune société

Pour qu'une jeune société puisse espérer trouver un financement, elle doit réussir à se rendre attractive aux yeux des bailleurs de fonds. Il est donc essentiel de comprendre comment les bailleurs de fonds choisissent les jeunes sociétés qu'ils soutiendront. Le processus de sélection typique peut être divisé en quatre étapes⁵²⁴. 265

Bien entendu, le processus variera fortement, selon le type de financement envisagé, le montant à investir, l'âge de la société et les garanties existantes. Mais la structure proposée ci-après peut s'appliquer à tout type de financement, *mutatis mutandis*. On commence par un tri général, puis il s'agit d'évaluer la société retenue. Une fois convaincu, il s'agit de structurer l'investissement et de le surveiller. 266

⁵²¹ CCIG, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 93.

⁵²² MAURISSE, *Start-up*, § 8.

⁵²³ Informations disponibles sur le site internet : <<https://kmu-buergschaften.ch/fr/>> (consulté le 27 juin 2019).

⁵²⁴ LUKAS, *Bewertung*, p. 15 et les références citées.

a. *Screening*

- 267 C'est à ce stade qu'un premier tri est effectué, en se basant sur l'idée porteuse, la personnalité du fondateur, le *business plan* et le profil du *management*. Certains investisseurs font ce tri de manière calculée, presque scientifique, alors que d'autres se fient plus facilement à leurs instincts⁵²⁵.
- 268 Des études américaines démontrent que les sociétés de capital-risque et les *business angels* attachent une importance toute particulière aux compétences et qualités du *management*⁵²⁶. Idéalement, le dirigeant devra donc être honnête, comprendre ce que le chemin vers le succès implique, et enfin être investi dans la société, financièrement et professionnellement.
- 269 Il est imaginable que le bailleur de fonds ne parvienne pas à obtenir la totalité des informations dont il a besoin, que la société soit réticente à les lui fournir ou qu'elle lui fournisse des informations biaisées. Il s'agit là de ce que l'on nomme la sélection adverse (« *adverse selection* ») : le bailleur de fonds pourrait retenir des projets qui auraient en réalité dû être écartés, ou *a contrario*, d'écarter des projets qui auraient véritablement mérité un investissement⁵²⁷.

b. *Evaluation*

- 270 Il s'agit là d'un examen approfondi de la jeune société. Dans la phase du *seed*, c'est principalement le potentiel commercial et les qualités du *management* qui seront étudiés⁵²⁸. Une *due diligence* est aussi menée à ce stade, même si elle est moins pointue quand il s'agit d'une jeune société en phase de *seed*⁵²⁹.
- 271 En pratique, les sociétés de capital-risque et les *business angels* s'attarderont sur les caractéristiques de l'idée porteuse et du marché potentiel, sur l'importance de la concurrence existante et bien entendu sur le rendement possible⁵³⁰. Lorsque la transparence est suffisante, le bailleur de fonds peut être rebuté par ce qu'il découvre lors de son *assessment* : ainsi, une documentation de mauvaise qualité, le fait pour la société de ne pas avoir respecté cer-

⁵²⁵ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 16.

⁵²⁶ MASON/STARK, p. 230 : « *this includes management skill, quality of management, characteristics of the management team and the management team's track record* ».

⁵²⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 11.

⁵²⁸ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 17s. Il faut toutefois relever que ces critères varient en fonction du cas d'espèce : par exemple dans le domaine de la *biotech*, le *Time to Market* est extrêmement important.

⁵²⁹ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 19.

⁵³⁰ MASON/STARK, p. 230s.

taines obligations légales, un mauvais *business plan* ou une mauvaise gestion, risquent de faire fuir le bailleur de fond⁵³¹.

c. *Structuring*

Cette étape tire son nom du fait qu'il faut rédiger, structurer et organiser les contrats. En particulier, il s'agit de valoriser la jeune société pour connaître la quantité de titres de participation que recevra l'investisseur en échange de son apport⁵³², respectivement les conditions du prêt octroyé par le prêteur.

272

d. *Monitoring*

Le bailleur de fonds souhaite s'assurer que son investissement est utilisé de manière judicieuse⁵³³. Grâce aux fonds propres, il aura une certaine influence sur la stratégie de la société ; cela passe souvent par l'obtention de représentants au conseil d'administration ou à la direction. Cette influence peut être plus ou moins marquée : cela peut aller d'un simple soutien/coaching à des ordres, voire même au remplacement de certains membres du conseil d'administration ou de la direction⁵³⁴. Évidemment, moins l'investisseur est impliqué dans la gestion de la société, plus sa surveillance sera accrue⁵³⁵. Pour les autres types de financement, d'autres moyens – que nous aborderons dans les chapitres relevant – pourront être mis en place pour permettre au bailleur de fonds de garder un œil sur la société.

273

2. **Choix du véhicule de financement**

En choisissant d'investir dans une jeune société, le bailleur de fonds avance à tâtons, en ce sens qu'il dispose de peu de données fiables lui permettant de se faire une idée de la situation dans laquelle se trouve la jeune société et de ses promesses d'avenir⁵³⁶.

274

Le bailleur de fonds peut en général choisir le véhicule de financement qu'il entend emprunter. Il existe des avantages et désavantages pour chaque véhi-

275

⁵³¹ HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 939.

⁵³² SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 21. Voir aussi à ce sujet SINGH, *Structuring*, p. 10 ss.

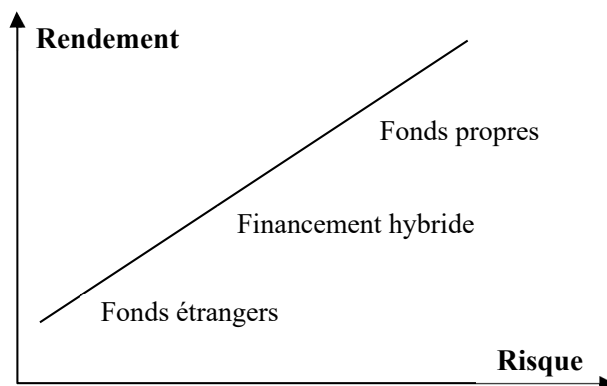
⁵³³ BERNET/DENK, p. 81.

⁵³⁴ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, pp. 21 et 33.

⁵³⁵ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 197.

⁵³⁶ BEHR/WIRTH, p. 162.

cule, en fonction du stade de croissance de la société et de ses perspectives d'avenir, qu'il convient d'examiner présentement.



Source : SWISSBANKING, *Unternehmensfinanzierung*, p. 19 ; BRODA, *Mezzanine Finance*, p. 978

a. Fonds étrangers

- 276 Les créanciers sont protégés par plusieurs dispositions légales : le droit des obligations bien sûr, mais aussi le droit des sociétés et le droit des poursuites. On pense notamment aux normes concernant les cas de perte de capital et de surendettement et aux privilèges en cas de faillite⁵³⁷. Ainsi, le créancier sera avantagé en cas de liquidation ou de faillite et possède un droit à la restitution du montant prêté, pour autant qu'il existe un produit de liquidation⁵³⁸.
- 277 En outre, il est usuel qu'il obtienne une contre-prestation, en général le paiement d'intérêts. C'est souvent là sa motivation principale : puisqu'il souhaitera éviter de prendre des risques trop importants⁵³⁹. Le créancier évite aussi la double imposition du bénéfice et des dividendes⁵⁴⁰. Toutefois, le prêteur ne participe pas à la prise de valeur de la jeune société, ce qui peut s'avérer frustrant. En prêtant à une jeune société, le prêteur prend en tous les cas de grands risques, mêmes s'ils sont moindres qu'en cas de financement par fonds propres ; il se prive en particulier d'un rendement potentiel énorme, dans le cas où la valeur de la jeune société explose. Autrement dit, il supporte une

⁵³⁷ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 54s.

⁵³⁸ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 179.

⁵³⁹ BEHR/WIRTH, p. 161.

⁵⁴⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216.

grande partie du risque de perte (« *downside risk* », « *Abwärtsrisiko* ») sans pouvoir participer aux éventuels gains (« *upside potential* », « *Aufwärtspotenzial* »). Précisons enfin que, lorsque la société vient d'être fondée, elle ne possède généralement que peu d'actifs permettant de procurer un excédent de liquidation ou pouvant servir de garantie. Il n'y a donc pratiquement aucun avantage à être créancier plutôt qu'actionnaire dans un tel cas de figure. C'est pour cela que les prêts aux jeunes sociétés sont souvent assortis de garanties, permettant de réduire le *downside risk*, ou d'un droit de participation au bénéfice (prêt partiaire), de droit de conversion ou d'option, améliorant eux l'*upside potential*. Il s'agit alors de financement hybride, que nous abordons ci-après.

En ce qui concerne la société, il existe tout d'abord une limitation temporelle : le montant emprunté devra être remboursé à un moment ou à un autre⁵⁴¹. De plus, les intérêts payés peuvent handicaper la jeune société, qui fait face, en règle générale, à un cruel manque de liquidités ; ces intérêts sont toutefois déductibles selon le droit fiscal (art. 58 LIFD et 24 LHID), contrairement aux dividendes⁵⁴². En outre, en vertu de l'augmentation de ses dettes, la société se retrouvera toutefois plus facilement en position de surendettement selon l'art. 725 CO. De manière plus positive, le prêt est largement modulable : le remboursement peut ainsi, moyennant l'aval du prêteur, se faire sur le moyen ou long terme. Le paiement des intérêts et ses modalités peuvent eux aussi être adaptés aux besoins des parties. Enfin, il est extrêmement simple d'emprunter de l'argent, en tant qu'il n'y a pas besoin d'augmenter le capital et de supporter les coûts entraînés par de telles opérations⁵⁴³.

Pour le fondateur, les fonds étrangers lui permettent de garder le contrôle de la jeune société, puisque le bailleur de fonds étrangers n'est pas actionnaire et ne possède dès lors aucun droit social. On dira alors du financement qu'il est non-dilutif⁵⁴⁴. Cela permet aussi au bailleur de fonds d'effectuer son *exit* sans devoir vendre une partie de la société⁵⁴⁵. En vertu de la limitation de responsabilité des sociétés de capitaux, le fondateur ne pourra pas être recherché pour les dettes de la société. Autrement dit, le prêteur ne pourra pas se retourner contre le fondateur si la jeune société devait faire faillite et ne pas parvenir à rembourser le prêteur. Parfois, le prêteur demandera au fondateur de garantir

⁵⁴¹ FREY ET AL., p. 6.

⁵⁴² BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 43.

⁵⁴³ LIEBI, *PIPEs*, p. 35s. Voir aussi BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 42.

⁵⁴⁴ BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 43.

⁵⁴⁵ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 179.

278

279

le prêt avec certains de ses biens personnels ; cela peut, selon les circonstances, largement péjorer la situation financière de ce dernier.

b. Fonds propres

280 Le bailleur de fonds propres ne possède aucun droit au remboursement de son investissement (art. 680 al. 2 CO)⁵⁴⁶. En cas de faillite, il ne pourra espérer récupérer ses deniers qu'après que tous les créanciers ont été entièrement désintéressés. L'investissement par fonds propres est donc autrement plus risqué que le financement par fonds étrangers, mais il peut procurer un retour sur investissement bien plus important⁵⁴⁷. Des perspectives de gain financier existent, que ce soit par le versement de dividendes au cours de la vie de la société ou, surtout, lors de *l'exit*, par l'aliénation de sa participation, suite à une *trade sale* ou une entrée en bourse par exemple⁵⁴⁸. L'OPCC mentionne expressément que le capital-risque offre la possibilité de réaliser une plus-value supérieure à la moyenne ; cela est cependant associé à un risque de perte également supérieur à la moyenne (art. 120 al. 1 OPCC). Le bailleur bénéficie de certains mécanismes juridiques de protection des actionnaires, en particulier minoritaires, protection exprimée directement ou indirectement dans un grand nombre de dispositions du droit des sociétés suisse⁵⁴⁹. Par ailleurs, lorsque le bailleur de fonds devient actionnaire, il peut exercer certains droits sociaux liés à une telle qualité, notamment le droit de voter à l'assemblée générale ou le droit d'obtenir certaines informations de la part de la société⁵⁵⁰.

281 Pour la société, les frais de financement sont souvent moindres en cas de financement par fonds propres. On pense notamment au fait que la société n'a pas le droit de payer des intérêts sur le capital-actions (art. 675 al. 1 CO). Le fait que le bailleur de fonds propres ne puisse pas réclamer la restitution de son apport (art. 680 al. 2 CO) permet d'améliorer la prévisibilité et stabilité de ses fonds⁵⁵¹, tout en augmentant les liquidités, qui seront disponibles sur le long terme⁵⁵². En outre, l'investissement en capital-risque vient souvent avec un *coaching* de l'investisseur, ce qui peut aider la société et son fondateur

⁵⁴⁶ CCIG, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 95 ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 55.

⁵⁴⁷ BEHR/WIRTH, p. 161. On peut citer certains investisseurs de la première heure des sociétés comme *Apple* ou *The Body Shop*, ayant multiplié leur investissement initial par l'692, respectivement par 10'500, cf. RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 32.

⁵⁴⁸ BEHR/WIRTH, p. 161 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216.

⁵⁴⁹ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 58.

⁵⁵⁰ LIEBI, *PIPEs*, p. 37.

⁵⁵¹ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 59.

⁵⁵² FREY ET AL., p. 6.

encore inexpérimenté. Enfin, un financement par fonds propres permet de se trouver moins rapidement en situation de perte de capital ou de surendettement (art. 725 CO), puisque le capital social est alors plus conséquent et est capable d'éponger des pertes plus importantes⁵⁵³.

Avec l'arrivée d'un nouvel investisseur au capital, le fondateur évite de s'endetter ou d'endetter la société. Qui plus est, il profite potentiellement des compétences et de l'expérience du nouveau bailleur de fonds. Toutefois, en tant que l'investisseur obtient une partie du capital-actions, le fondateur n'a d'autre choix que d'accepter sa dilution, autrement dit un partage du pouvoir et des retombées patrimoniales liés à la qualité d'actionnaire⁵⁵⁴.

282

c. Financement hybride

A mi-chemin entre les fonds propres et les fonds étrangers, il existe le financement hybride, extrêmement flexible permettant souvent d'aboutir à un financement bien adapté aux attentes des parties⁵⁵⁵. Le bailleur de fonds profite donc tant des avantages du financement par fonds étrangers que par fonds propres⁵⁵⁶. Si la société ne parvient pas à prendre son envol, le prêteur hybride gardera son statut de créancier et sera prioritaire par rapport aux actionnaires. Dans le cas d'un prêt subordonné et du prêt mezzanine, il sera toutefois subordonné aux autres créances, si bien qu'il risque de ne pas récupérer l'entier du prêt. Dans ce dernier cas, le prêteur accepte de supporter sensiblement plus de risques de pertes de valeur, en échange d'un potentiel de rendement plus élevé.

283

Mode particulier du financement hybride, le prêt mezzanine : de plus en plus répandu en pratique⁵⁵⁷, il fait l'objet d'un intérêt grandissant⁵⁵⁸. Le rendement escompté par le bailleur de fonds dans le cadre d'une telle mezzanine est de 10 à 20%⁵⁵⁹. Il est constitué d'une part d'intérêts, en général relativement élevés, d'autre part d'une perspective de prise de participation dans la société financée. On nomme cela un *equity kicker*⁵⁶⁰. En outre, dans certains cas, la dette mezzanine pourra être considérée, d'un point de vue comptable, comme des

284

⁵⁵³ LIEBI, *PIPEs*, p. 37s.

⁵⁵⁴ CCIG, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 95 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 26.

⁵⁵⁵ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 213.

⁵⁵⁶ BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 43.

⁵⁵⁷ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 61.

⁵⁵⁸ BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978. Pour approfondir, voir BANIK ET AL., p. 104 ss.

⁵⁵⁹ BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978 parle lui de 15 à 18% ; ENZ/RAVARA, p. 9, estiment quant à eux ce chiffre entre 12 et 20%.

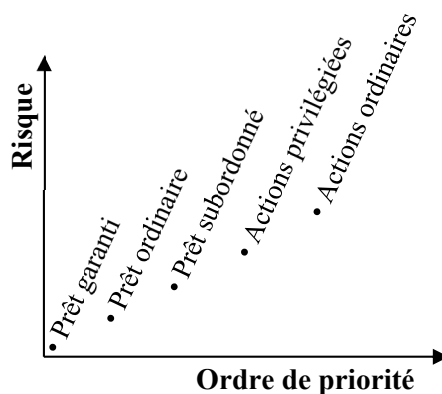
⁵⁶⁰ BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978.

fonds propres, ce qui renforce considérablement le bilan⁵⁶¹. Nous aurons l'occasion de nous pencher sur ce genre de mécanisme lors de la partie y consacrée au sein du chapitre dédié au financement hybride.

- 285 Le fondateur n'a pour ainsi dire pas grand-chose à gagner ou à perdre par le biais du financement hybride. En tous les cas, lorsque le prêteur hybride utilise son *equity kicker*, le fondateur sera dilué.

D. Synthèse

- 286 Pour l'investisseur, le but est d'obtenir un retour sur son investissement. Il s'agit donc premièrement de sélectionner soigneusement la jeune société. Ensuite, il s'agira de déterminer sous quelle forme l'investissement doit avoir lieu. Comme nous l'avons vu (et le verrons bien plus en détails dans les parties qui suivent), il existe une multitude de véhicules de financement, pouvant tous être configurés et modulés en fonction des souhaits des parties. Les parties peuvent ainsi déterminer à l'avance dans quelle mesure et sous quelle forme le retour sur investissement aura lieu.



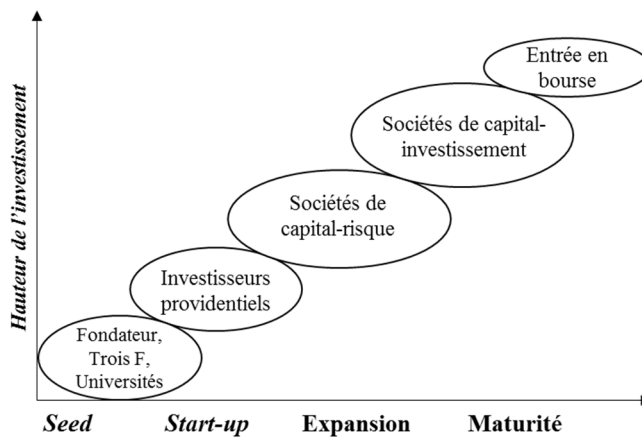
- 287 Il va de soi que plus le bailleur de fonds est prêt à prendre des risques, plus il sera relégué dans les droits qui sont les siens en ce qui concerne la protection de son investissement. Toutefois, ces risques pourront s'avérer payants, si la jeune société devait se développer. Dans le schéma ci-contre, on aperçoit l'ordre de priorité dans lequel les bailleurs de fonds pourront espérer récupérer les fonds, pour le cas où la jeune société devait déposer le bilan.
- 288 En outre, les coûts de chaque type de financement doivent être pris en compte par les parties impliquées. Ces coûts dépendront notamment de la complexité des contrats et de la difficulté de mise en œuvre. On considère que le financement par fonds étrangers est plus simple à mettre en œuvre mais plus cher que

⁵⁶¹ EMCH ET AL., p. 684.

le financement par fonds propres⁵⁶² ; en effet, le financement par fonds étrangers entraîne généralement l'obligation de rémunérer l'emprunt, par le biais d'intérêts.

Enfin, il convient de relever que chaque catégorie de bailleur de fonds s'engage lors de certaines phases particulières. Même si ce principe souffre parfois d'exceptions, il est généralement admis que les *business angels* s'engageront avant les sociétés de capital-risque, mais après les trois F. Ci-après, nous proposons donc une illustration schématique des tendances générales.

289



Inspiré de : WENGER/HONOLD, p. 145.

IV. Conseil d'administration

A. Généralités

Si la jeune société est un navire, le conseil d'administration (ou « *management* ») en est le capitaine. Même s'il est vrai que le *management* n'est pas intrinsèquement partie au financement de la jeune société, il n'en demeure pas moins qu'il joue un rôle essentiel en ce qui concerne le processus du financement de la société, ce d'autant plus qu'il est, nous le verrons, fréquemment

290

⁵⁶² BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 42s.

composé des fondateurs et des représentants des investisseurs⁵⁶³. Nous jugeons donc adéquat de le présenter plus en détails.

1. Notion

- 291 La haute direction est exercée par le conseil d'administration, l'un des trois organes ordinaires de la SA (art. 716a ch. 1 CO). Elle concerne principalement l'organisation, le développement des buts stratégiques de la société et la fixation des moyens permettant d'atteindre ces buts (art. 716a CO)⁵⁶⁴. Outre cela, le conseil d'administration représente la société à l'égard des tiers (art. 718 al. 1 CO) et seule une personne physique peut y siéger (art. 707 al. 3 CO). Enfin, le conseil d'administration est élu et révoqué par l'assemblée générale (art. 698 al. 2 ch. 2 et art. 705 CO).
- 292 Les administrateurs devraient avoir une expérience suffisante et le *know-how* nécessaire à l'exercice d'une telle fonction⁵⁶⁵. C'est le conseil d'administration qui élit son président (« *chairman* ») (art. 712 al. 1 CO) mais les parties pourront convenir de l'élection et de l'attribution des rôles dans la convention d'actionnaires (*cf.* N 793).

2. Terminologie

- 293 Dans la doctrine spécialisée, et en raison de la forte influence anglo-saxonne dans le domaine du capital-risque et plus généralement de l'innovation, on retrouve de manière constante les termes de *management* et de *board*, sans que ces termes soient clairement explicités. S'agit-il des administrateurs ou des personnes à qui la gestion a été déléguée ? En effet, en droit suisse, le conseil d'administration peut être autorisé par les statuts et conformément au règlement d'organisation, à déléguer tout ou partie de la gestion à des tiers (art. 716b al. 1 CO). On nomme ces tiers les directeurs.
- 294 Dans la suite de ce travail et à l'instar de la doctrine spécialisée, nous utiliserons le terme *management* pour définir toute personne en charge de la direction et/ou de la gestion de la société (« *Geschäftsführung* »), qu'il s'agisse d'un administrateur ou d'un directeur. Le terme *board* désignera, quant à lui, le conseil d'administration de la société. Rappelons enfin qu'il faut se méfier

⁵⁶³ Chez les très jeunes sociétés, le *management* est généralement constitué exclusivement des fondateurs, *cf.* FREY, *Investment agreement*, p. 41 ; WENGER/SCHAFFNER, p. 118.

⁵⁶⁴ Message révision SA 1983, p. 949 ; VON PLANTA/RÖTHELI, p. 432.

⁵⁶⁵ SECA, *Shareholders agreement*, p. 7, ndbp 11.

de la terminologie anglo-saxonne qui peut porter à confusion, puisque l'administrateur, c'est-à-dire le membre du conseil d'administration, est nommé « *director* ».

3. Principal-agent

Le propriétaire de la société, c'est-à-dire son actionnaire, est considéré comme le *principal*. En vertu du principe de *drittorganschaft*, la gestion de la société est assurée par le *management*, que l'on nomme l'*agent* (théorie du principal-agent⁵⁶⁶). Les deux parties n'auront pas forcément les mêmes attentes⁵⁶⁷ : les intérêts du *management* sont principalement leur rémunération personnelle et leur réputation, ainsi que la conservation et la croissance de la jeune société⁵⁶⁸. Il en résulte des divergences d'intérêts, qui peuvent avoir des répercussions et coûts importants. En effet, l'actionnaire devra exercer une certaine surveillance sur son agent : on nomme cela les *monitoring costs*. Parallèlement, l'agent devra faire son possible pour prouver au principal qu'il effectue ses tâches avec diligence ; il s'agit là des *bonding costs*. Ajoutons à cela tout autre frais découlant de cette relation (« *residual losses* »), et l'on obtient les « *agency costs* »⁵⁶⁹ (aussi appelés coûts d'agence⁵⁷⁰).

Les *agency costs* sont réduits, voire simplement supprimés, lorsque les propriétaires se trouvent simultanément en charge de la gestion, comme c'est souvent le cas des jeunes sociétés. Par ailleurs, le *management* reçoit en règle générale d'importantes participations dans la société et souhaitera en conséquence voir la valeur de ses parts augmenter, tout comme les actionnaires⁵⁷¹. Il est d'ailleurs bien connu que les rémunérations incitatives ont pour effet d'améliorer le « lien entre la rémunération des dirigeants et la valeur créée par la firme qu'ils gèrent »⁵⁷². En plus des plans d'option, une rémunération fixe est prévue pour les *managers*.

⁵⁶⁶ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 284 ; VON DER CRONE ET AL., *Stimmrechtsaktien*, p. 98s.

⁵⁶⁷ BERNET/DENK, p. 35 ; CHENAUX, *Plans d'intéressement*, p. 445.

⁵⁶⁸ BEHR/WIRTH, p. 161.

⁵⁶⁹ BERNET/DENK, p. 36. Pour plus de détails à ce sujet, voir notamment VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 7 ss.

⁵⁷⁰ BAHAR, *Conseil d'administration*, p. 7.

⁵⁷¹ BEHR/WIRTH, ndbp 3.

⁵⁷² DESBRIÈRES ET AL., *Plans d'option*, p. 3.

B. Rôle prépondérant

- 297 En vertu du principe de *drittorganschaft* de la SA, le *management*, qu'il soit composé du ou des fondateurs, d'investisseurs ou de personnes tierces, joue un rôle clé dans la stratégie de développement et de financement de la jeune société (art. 716a CO)⁵⁷³. Le *management* devra être capable de s'adapter et de réagir rapidement et de manière proportionnée. Il devra notamment se montrer convaincant auprès des clients, organiser la compagnie de manière efficiente, connaître la technologie et le marché concernés pour que la société se développe de manière optimale⁵⁷⁴. Le *management* aura aussi pour tâche de trouver le financement nécessaire à la jeune société, d'établir les liens avec les potentiels bailleurs de fonds et de faciliter l'investissement, que cela soit en permettant auxdits investisseurs d'effectuer une *due diligence* digne de ce nom ou en procédant aux éventuelles augmentations de capital nécessaires à l'arrivée de nouveaux investisseurs. Enfin, le *management* devra assurer la gestion financière de la jeune société et lui éviter de sombrer dans la fameuse vallée de la mort, ce qui relèvera parfois de la haute voltige.
- 298 La plupart des experts dans ce domaine, qu'il s'agisse de personnes chargées de la valorisation, de *business angels* ou de sociétés de capital-risque, s'accordent à le dire : le *board* est l'une des composantes les plus importantes de la société lorsque vient le moment de décider d'investir⁵⁷⁵ mais aussi lorsqu'il est temps de vendre la société ou de choisir la manière dont elle doit continuer à se développer⁵⁷⁶. En d'autres termes, un *board* compétent est absolument essentiel lorsqu'il s'agit de convaincre les investisseurs actuels et potentiels. Un investisseur jugera de la qualité du *management* selon divers critères comme par exemple la complémentarité des membres le composant, leur expérience (« *track record* »), leur motivation (« *incentive structure* ») ou encore leurs compétences sociales et émotionnelles⁵⁷⁷.

⁵⁷³ On reprendra la formulation taquine proposée par FREI, qui précise que les trois éléments les plus importants pour le succès de la société sont 1) le *management*, 2) le *management* et 3) le *management*, cf. FREI, *Assessment*, p. 45. Voir aussi MASON/STARK, p. 230.

⁵⁷⁴ FREI, *Assessment*, pp. 25, 45 et 53.

⁵⁷⁵ BEHR/WIRTH, p. 164 ; GERICKE ET AL., *Private Equity*, § 9 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 938 ; Entretien avec M. BEAUMONT ; Entretien avec M. HARFOUCHE.

⁵⁷⁶ GERICKE, *Trade Sale*, p. 148 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 72 ; PLANCADE, *Levée de fonds*, § 4.

⁵⁷⁷ FREI, *Assessment*, p. 54 ss.

C. Obtention d'un siège

Comme nous le verrons, grâce à des mécanismes de droit contractuel et de droit des sociétés, les fondateurs et les investisseurs (ci-après : les parties) pourront obtenir un ou plusieurs sièges au conseil d'administration. En règle générale, le conseil d'administration est composé de trois ou cinq membres, aboutissant parfois à parité entre fondateurs et investisseurs (*cf.* N 796 et 806)⁵⁷⁸. Ainsi, le conseil d'administration des jeunes sociétés est en principe initialement composé par les fondateurs⁵⁷⁹ et les représentants des investisseurs.

299

Il faut souligner que les parties ne devraient exiger un siège au conseil d'administration que si elles sont prêtes à participer activement et productivement à la gestion de la société (« *Mitgestaltung* »). Autrement, elles risquent de monopoliser inutilement un tel siège, qui pourrait être rempli par une autre personne plus compétente, impliquée et plus à même de mener la société à bon port, c'est-à-dire vers la rentabilité⁵⁸⁰. Souvent, dans le domaine du capital-risque, l'investisseur amènera son expérience et son réseau, on appelle cela la « *smart money* »⁵⁸¹. Il est intéressant de relever que dans les phases initiales, c'est-à-dire le *seed* et le *start-up stage*, ce sont surtout des connaissances et compétences propres à la branche, ainsi qu'en matière financière qui seront utiles et recherchées. Par la suite, au stade de l'expansion, la jeune société attendra de l'investisseur qu'il utilise son large réseau de contacts et qu'il aide la société dans son marketing⁵⁸².

300

Le fondateur, quant à lui et dans la mesure du possible, devrait conserver une fonction clé dans la gestion et le fonctionnement de la société⁵⁸³ : en effet, il est « l'esprit de l'entreprise »⁵⁸⁴. On pourra donc lui réserver un siège au conseil d'administration et, subsidiairement ou cumulativement, à la direction. Dans la même optique, on pourra promettre à toute autre personne-clé (« *key-man* ») un siège au conseil d'administration ou à la direction. Cela permettra de s'assurer la fidélité de ladite personne. Parallèlement à cela, il est possible

301

⁵⁷⁸ Voir aussi le modèle de HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1056, qui propose d'attribuer que l'investisseur principal, les co-investisseurs, les investisseurs privés, les fondateurs aient tous droit à un administrateur, le cinquième étant choisi collectivement.

⁵⁷⁹ LEIS/JACCARD, p. 131.

⁵⁸⁰ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 194.

⁵⁸¹ FREY, *Investment Agreement*, p. 60 ; PLANCADE, *Levée de fonds*, § 6 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 5.

⁵⁸² RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 206.

⁵⁸³ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1089s.

⁵⁸⁴ DELAYE, *Capital-risqueurs*, § 17.

d'implémenter d'autres mécanismes permettant de s'assurer que les personnes-clé ne quittent pas le navire. On pense principalement aux clauses de *good or bad leaver* (cf. N 924 et 1112), ou à la conclusion par le *key-man* d'une assurance-vie en faveur de la société, à titre de garantie.

D. Election et suppléance

- 302 Le conseil d'administration est élu par l'assemblée générale, c'est-à-dire les actionnaires, à la majorité absolue, soit plus de la moitié des voix représentées, sauf disposition contraire des statuts (art. 703 CO).
- 303 Le droit suisse prévoit à l'art. 707 CO que le conseil d'administration est composé d'un ou plusieurs membres ; ces derniers doivent être des personnes physiques⁵⁸⁵. En règle générale, le conseil d'administration est composé d'un ou plusieurs représentants de l'investisseur, d'un ou plusieurs représentants des fondateurs/d'actionnaires existants, et d'un président neutre⁵⁸⁶. Le président sera en règle générale choisi par les administrateurs élus. En raison du caractère hautement personnel de la fonction d'administrateur (« *ad personam* »)⁵⁸⁷, il n'est pas possible pour un membre du conseil d'administration de se faire remplacer par une tierce personne⁵⁸⁸. L'assemblée générale peut cependant accepter qu'un suppléant officie en lieu et place du membre du conseil d'administration absent⁵⁸⁹. Les décisions du conseil d'administration sont prises selon certaines majorités et certains quorums qu'il est important de définir précisément, le régime légal étant de nature majoritairement dispositive (cf. N 840 ss).

E. Délégation

- 304 Le conseil d'administration peut déléguer une partie de ses prérogatives à la direction, qui s'occupe ainsi de la gestion courante⁵⁹⁰, si les statuts l'y autorisent (art. 716b CO). La direction est liée à la société sous l'angle du droit des obligations (contrats de travail), mais aussi sous l'angle du droit des sociétés, en vertu du fait qu'elle gère la société. Il existe donc pour la direction un de-

⁵⁸⁵ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 707 N 8.

⁵⁸⁶ FREY, *Investment Agreement*, p. 55.

⁵⁸⁷ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1555.

⁵⁸⁸ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 707 N 21.

⁵⁸⁹ BSK OR II-WERNLI/RIZZI, art. 707 N 28 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 342.

⁵⁹⁰ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 616.

voir de fidélité en tant que travailleur et en tant qu'organe⁵⁹¹. La délégation doit en outre être prévue par le règlement d'organisation (art. 716b al. 1 CO *in fine*).

Il faut en effet préciser qu'au sein des jeunes sociétés, la délégation n'est pas systématique, la société n'ayant pas forcément les moyens de rémunérer un conseil d'administration ainsi qu'une direction⁵⁹². Il reste toutefois possible, conformément à l'art. 716b al. 1 CO, de déléguer tout ou partie de la gestion à un ou plusieurs membres dudit conseil d'administration. Les membres ainsi délégués, dits « internes », exercent en conséquent la haute direction, tandis que les membres « externes » ont principalement une fonction de surveillance⁵⁹³. Avec la mise en place d'un tel système, la société est gérée par certains membres du conseil d'administration alors que les autres se limitent à participer aux décisions importantes. Cela peut être particulièrement utile pour le fondateur, qui peut siéger au conseil d'administration tout en gardant une activité opérationnelle majeure.

305

En pratique, pour des jeunes sociétés comme pour des sociétés se trouvant dans des phases plus avancées, il existe divers rôles au sein de du *management*, que voici énumérés présentement :

306

Chief Executive Officer (CEO) : il s'agit du *leader*. On attend de lui qu'il sache communiquer, soit à l'aise dans les tâches administratives liées à sa fonction, et assume correctement les responsabilités qui lui incombent.

Chief Technical Officer (CTO) : comme son nom l'indique, le CTO s'occupe des aspects techniques : il devra coordonner la R&D sur le court et long terme. Il doit parvenir à intégrer son *know-how* au sein de la société. Dans le cadre des jeunes sociétés innovantes, il s'agit souvent du fondateur ayant développé l'idée porteuse initialement.

Chief Financial Officer (CFO) : le CFO est en charge des finances de la jeune société. C'est lui qui devra trouver les fonds nécessaires permettant la croissance de la jeune société et en structurer le financement⁵⁹⁴.

⁵⁹¹ ATF 130 III 213, JdT 2004 I 223, consid. 2.1.

⁵⁹² BAHAR, *Conseil d'administration*, p. 74 *a contrario*.

⁵⁹³ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 616.

⁵⁹⁴ FREI, *Assessment*, p. 55.

307 On pourra aussi mentionner le *business development officer*, le *marketing officer* ou encore le *sales officer*, responsable du développement, respectivement du marketing et des ventes⁵⁹⁵. Ces rôles sont réattribués, au fur et à mesure que la société croît et que le *management* est adapté en conséquence.

F. Règlement d'organisation

308 Le règlement d'organisation concrétise les fondements posés par les statuts⁵⁹⁶. Il n'est pas public mais doit être accessible aux actionnaires⁵⁹⁷ : on peut donc aisément y faire figurer des détails plus techniques et confidentiels. En vertu de l'art. 716a al. 1 ch. 2 CO, le conseil d'administration a la tâche inaliénable de fixer l'organisation (art. 716a al. 1 ch. 2 CO), ce qui implique entre autres la rédaction et l'adaptation du règlement d'organisation.

309 Plus précisément, le règlement d'organisation définit la répartition des compétences et des tâches au sein du conseil d'administration, ainsi que pour la direction, lorsque la gestion a été déléguée, comme précisé dans la section précédente. En outre, il contient un schéma des rôles au sein du *management*, la spécification claire des attributions de chaque rôle/fonction et de la division du travail, et l'étendue du devoir d'information du sociétariat⁵⁹⁸. Même si, techniquement, le règlement d'organisation est rédigé par le conseil d'administration (art. 716a al. 1 ch. 2 CO), il sera, dans son contenu, formulé à la lumière des contrats de financements, notamment la convention d'actionnaires, pour permettre la mise en œuvre efficace des clauses concernant les droits sociaux des divers actionnaires⁵⁹⁹. On pense par exemple à l'énumération des organes et les conditions de leur élection, les conditions administratives pour les séances (protocole, délais et formes de convocation, rythme et nombre minimal des séances, etc.), les quorums de présence ou de décision (dans la mesure où ils sont licites, *cf.* N 824 ss), les cas de récusation et leurs conséquences, les possibilités de suppléance, le pouvoir de signature et la rémunération des administrateurs, ou encore les conditions de confidentialité⁶⁰⁰. Par ailleurs, il est admis que la convention d'actionnaires ne peut pas être purement et simplement intégrée au règlement d'organisation (*cf.* N 755). Au

⁵⁹⁵ *Ibid.*

⁵⁹⁶ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 626, qui comparent les règlements aux lois et les statuts à la Constitution.

⁵⁹⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 242 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 627.

⁵⁹⁸ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1663 ss.

⁵⁹⁹ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 890.

⁶⁰⁰ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1663 ss ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 53s. ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 138.

demeurant, le règlement d'organisation n'est pas un document fondamentalement lié au financement de jeunes sociétés, si bien que nous ne nous y attachons pas.

Deuxième partie :

Financement par fonds étrangers

« *On ne prête qu'aux riches.* »
Dicton populaire

Chapitre 1 : Généralités

I. Disponibilité du crédit

Chez les sociétés matures, le financement par fonds étrangers est largement utilisé, ce pour des raisons fiscales dans la majorité des cas⁶⁰¹. Auparavant peu populaire car difficile d'accès, le financement par fonds étrangers connaît un regain de popularité chez les jeunes sociétés. Même si le crédit bancaire est en général hors de portée, le prêt ordinaire, le leasing ou le prêt d'actionnaire deviennent de plus en plus attrayants, pour plusieurs raisons. Tout d'abord, ce mode de financement est non-dilutif, plus rapide, plus simple que le financement par fonds propres⁶⁰². En outre, il est extrêmement flexible et permet un accès relativement rapide et facilité aux fonds, pour autant que des garanties puissent être présentées (ou que le prêteur renonce, pour diverses raisons, à l'obtention de garanties). En outre, il arrive fréquemment qu'un prêt ordinaire soit assorti d'un droit de conversion ou d'option, permettant non pas d'atténuer le risque de l'investissement, mais d'améliorer les perspectives de rendement. Il s'agit alors d'un financement hybride, que nous analyserons dans la suite du travail.

310

Malheureusement et comme nous venons de le souligner, le crédit bancaire demeure encore marginal lorsque vient le moment de financer la croissance de la jeune société. Il est cependant possible qu'elle obtienne un tel prêt dans sa phase d'expansion⁶⁰³. En cause, les banques, qui restent très réticentes à financer l'innovation en raison des risques accrus liés au statut précaire des jeunes sociétés. Il existe tout de même certaines banques pratiquant l'investissement en capital-risque ; celui-ci se fait toutefois systématiquement par le biais des fonds propres⁶⁰⁴.

311

⁶⁰¹ MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 169. On pense ici à la déduction des intérêts payés sur la dette, à l'amélioration du BFR, à l'utilisation de l'effet de levier, etc.

⁶⁰² STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 37.

⁶⁰³ CCI, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 93.

⁶⁰⁴ Entretien avec M. DÜNNER.

- 312 Une étude menée par le SECO en 2009 et 2010, portant sur le financement des PME, indique que 68% des PME n'ont contracté aucun crédit bancaire⁶⁰⁵. Elles se financent donc uniquement par fonds propres ou par des emprunts auprès de tiers⁶⁰⁶. En ce qui concerne les jeunes entreprises, ce pourcentage augmente encore, ce qui signifie qu'elles doivent avant tout compter sur les apports des actionnaires pour se financer. Autrement dit, lorsque l'on se trouve encore au stade de l'idée et de son développement, c'est uniquement par fonds propres que la société peut espérer se financer⁶⁰⁷.
- 313 Les accords de Bâle II, entrés en vigueur en 2008, rendaient déjà le financement par capitaux étrangers difficiles pour les PME⁶⁰⁸. Les accords de Bâle III, qui imposent de nouvelles obligations aux banques, vont vraisemblablement entraîner une augmentation des coûts du crédit aux entreprises⁶⁰⁹. Par ailleurs, nous nous trouvons actuellement dans une période de marasme. En effet, à titre d'exemple, de janvier à juillet 2016, ce sont 2321 entreprises qui ont dû ouvrir une procédure de faillite, soit 4% de plus que la même période en 2015⁶¹⁰. Les cas d'insolvabilité touchent tout particulièrement les jeunes entreprises, puisque la moitié d'entre eux concernait des entreprises âgées de 0 à 5 ans, et un tiers concernait des sociétés âgées de 0 à 3 ans⁶¹¹.
- 314 Cela s'explique par le fait que le bailleur de fonds étrangers souhaite en général avoir pu effectuer une analyse qualitative suffisante pour prendre sa décision. Dans le cadre d'une jeune société, il existe un grand point d'interrogation concernant les perspectives commerciales et l'accueil que réservera le marché au produit ou au service qu'elle propose, ainsi qu'un danger quant aux performances hypothétiquement insuffisantes du *management*⁶¹². Ce risque important se traduit par des exigences accrues en termes de taux d'intérêt et de

⁶⁰⁵ M.I.S. Trend (2009/2010), *Enquête sur le financement des PME en Suisse*, réalisée sur mandat du SECO, p. 17
<<http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/15887.pdf>> (consulté le 27 juin 2019).

⁶⁰⁶ Rapport capital-risque 2012, p. 15.

⁶⁰⁷ *Ibid.*

⁶⁰⁸ BRODA, *Finanzierungsalternativen*, p. 468 ss ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 935.

⁶⁰⁹ CCIG, *Financement*, § 8.

⁶¹⁰ 24heures.ch, *Le nombre de faillites a augmenté après six mois*, 6 juillet 2016
<<http://www.24heures.ch/economie/nombre-faillites-augmente-six-mois/story/14330266>>
(consulté le 27 juin 2019).

⁶¹¹ *Ibid.*

⁶¹² BEHR/WIRTH, p. 162.

garanties exigées, ce qui a pour conséquence, dans la grande majorité des cas, d'exclure le financement par fonds étrangers pour les jeunes sociétés⁶¹³.

En dépit de ce qui précède, il reste toutefois possible que la jeune société parvienne à se financer par le biais des fonds étrangers : en premier lieu, lorsque certains bailleurs de fonds sont prêts à courir un tel risque (par exemple lorsqu'il s'agit de la famille), inconscients (les fameux *fools*) ou déjà impliqués financièrement (prêt d'actionnaire). En outre, le financement par fonds étrangers sert de base à la plupart des financements dits hybrides (prêt convertible, prêt mezzanine, prêt partiaire, etc.), si bien qu'il reste nécessaire de s'y attarder. 315

II. Droits sociaux

Le prêteur, en tant qu'il n'est pas actionnaire, n'a aucun droit social. Ni la société ni aucun actionnaire ne peut octroyer de droits sociaux au prêteur, comme par exemple le droit de voter à l'assemblée générale⁶¹⁴. Le prêteur ne peut pas s'immiscer dans la gestion de la société⁶¹⁵. En revanche, point plus positif, le prêteur ne participe pas aux pertes de la société⁶¹⁶. 316

Toutefois, lorsqu'il s'agit d'un prêt élevé et important, il est fréquent que le prêteur se ménage un droit de contrôle et d'information. S'il est parfois convenu qu'il pourra donner des instructions au conseil d'administration, il ne sera généralement pas considéré comme un organe de fait (art. 754 CO), pour autant que le conseil d'administration continue de pouvoir prendre des décisions allant à l'encontre des instructions reçues de la part du prêteur⁶¹⁷. 317

D'un point de vue contractuel, il resterait toutefois possible pour un actionnaire de passer avec le prêteur une convention de vote⁶¹⁸, par laquelle l'actionnaire s'engagerait à voter de telle ou telle manière à l'assemblée générale. Il s'agirait là d'une convention d'actionnaire (au singulier, puisqu'une seule des parties serait effectivement actionnaire), si bien que nous renvoyons le lecteur aux parties y relatives qui suivront (*cf.* N 747). 318

En ce qui concerne la gouvernance de l'entreprise, il est possible d'octroyer au prêteur un représentant au conseil d'administration. Cela peut se faire par la 319

⁶¹³ *Ibid.*

⁶¹⁴ CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312 N 6 *in fine*.

⁶¹⁵ TF 4C.355/2004 du 15 février 2005.

⁶¹⁶ BERNET/DENK, p. 112.

⁶¹⁷ Pour tout le paragraphe, HÄNNI, *Responsabilité*, p. 346.

⁶¹⁸ ATF 109 II 43, JdT 1983 I 272 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 320 et 333.

voie purement contractuelle d'un accord de vote, ou alors par le biais d'un *workaround* original, en remettant au prêteur une seule action constituant une unique catégorie d'actions (par exemple une action à droit de vote privilégié) et garantissant un représentant au conseil d'administration (art. 709 CO)⁶¹⁹.

- 320 Octroyer des droits sociaux au prêteur ne fait que peu de sens et reste une pratique très marginale. En vue de simplifier et clarifier la gouvernance, il est, à notre avis, préférable de confiner le prêteur aux droits qui sont habituellement les siens, quitte à lui accorder de réels droits sociaux si ce dernier entre au capital de la société par le biais d'un droit d'option ou de conversion.

III. Protection dans la faillite

- 321 Le bailleur de fonds étrangers est par définition un créancier chirographaire (art. 219 LP)⁶²⁰. Cela signifie qu'il ne possède pas de privilège particulier comme les créanciers gagistes ou les créanciers de première classe ou deuxième classe, comprenant notamment les travailleurs⁶²¹. Alors qu'il est possible d'être classé après les créanciers chirographaires, par une postposition ou subordination qualifiée, il n'est pas possible de convenir d'un surclassement⁶²².
- 322 Lorsque l'on compare le statut du créancier ordinaire à celui des actionnaires, on s'aperçoit que le créancier bénéficie d'une protection autrement plus importante. En effet, en cas de faillite, les actionnaires n'ont pour ainsi dire plus voix au chapitre, contrairement aux créanciers, qui disposent d'un large éventail de droits, tant en matière d'information⁶²³ qu'en matière d'exécution forcée.

⁶¹⁹ Exemple tiré de VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 338. Voir aussi la position plus nuancée de PETER/CAVADINI qui, sans se prononcer expressément sur les créanciers ordinaires, semblent considérer comme acceptable de prévoir statutairement un représentant pour les communautés de créanciers porteurs d'un emprunt obligataire, cf. CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 709 N 26.

⁶²⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 215.

⁶²¹ MARCHAND, *Droit des poursuites*, p. 196.

⁶²² VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 215.

⁶²³ HARI, *Droit à l'information*, p. 93.

Chapitre 2 : Prêt de consommation

Ce sont les art. 312 ss CO qui règlent le contrat de prêt de consommation, lorsque des espèces, c'est-à-dire des liquidités, sont remises à la société⁶²⁴. Le contrat de prêt à usage (art. 305 ss CO) n'est en principe pas utilisé dans le cadre du financement d'une jeune entreprise. C'est pourquoi nous utiliserons le simple terme « contrat de prêt » pour désigner le contrat de prêt de consommation dans le reste du travail.

323

I. Notion

Le contrat de prêt est le contrat par lequel le prêteur s'engage à transférer à l'emprunteur la propriété d'une somme d'argent. L'emprunteur s'engage, lui, à lui rendre une telle somme, ainsi qu'un montant supplémentaire, à titre d'intérêts (art. 312 ss CO)⁶²⁵. Le contrat de prêt, lorsqu'il donne droit au paiement d'intérêts, est considéré comme étant un contrat bilatéral parfait⁶²⁶. Il s'agit en outre d'un contrat de durée⁶²⁷. Il n'est soumis à aucune obligation de forme (art. 11 al. 1 CO) et est donc extrêmement simple à conclure.

324

Il présente plusieurs avantages : d'abord, il offre au prêteur la possibilité d'obtenir un intérêt intéressant sur le prêt consenti, mais il permet aussi à la jeune société de se lancer plus aisément sur le marché, avec des liquidités bienvenues à ce stade. Le prêt est par ailleurs particulièrement utile pour compléter un financement par fonds propres ayant lieu dans le *early stage*. Il sera en outre recommandé dans les phases suivantes, lors de l'expansion ou de la maturité de la jeune société⁶²⁸.

325

⁶²⁴ BERNET/DENK, p. 61.

⁶²⁵ GLANZMANN, *Darlehensvertrag*, p. 3.

⁶²⁶ Cela fait toutefois l'objet d'une controverse doctrinale mineure, cf. FRICK, *Private Equity*, p. 263, ndbp 1056.

⁶²⁷ ATF 128 III 428, JdT 2005 I 284 consid. 3b.

⁶²⁸ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 179.

II. Parties

A. Prêteur

326 Même s'il est vrai que les PME se financent parfois par le crédit bancaire⁶²⁹, les jeunes sociétés ont souvent de grandes difficultés à obtenir un crédit bancaire, en raison du risque accru lié à la création et à la croissance d'une jeune société⁶³⁰. En conséquence, ce ne sont généralement pas les banques qui prêteront à la jeune société, mais plutôt les trois F ou les actionnaires⁶³¹, voire des organismes de soutien⁶³². Il arrive, plus marginalement, que les sociétés de capital-risque prennent le rôle de prêteur. D'autres pistes de financements par fonds propres ou hybrides devront en conséquence impérativement être envisagées⁶³³.

B. Emprunteur

1. Société

327 La partie emprunteuse est en principe la société⁶³⁴ et non le fondateur. C'est donc elle qui devra verser l'intérêt couru et rembourser l'emprunt. C'est le conseil d'administration exclusivement qui est compétent en ce qui concerne le financement par fonds étrangers, conformément aux art. 716 et 716a CO⁶³⁵. Il faut toutefois relativiser cette affirmation : comme nous le verrons par la suite du présent travail, les actionnaires d'une jeune société sont souvent étroi-

⁶²⁹ BRODA, *Mezzanine Finance*, p. 977 ; MICHELETTI, *Unternehmensfinanzierung*, p. 231.

⁶³⁰ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 224 ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 4 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 935 ; MICHELETTI, *Unternehmensfinanzierung*, p. 231.

⁶³¹ En 2006, une étude constatait que 4% de l'investissement effectué par les *business angels* suisses se faisait sous forme de prêt, cf. RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 179.

⁶³² Voir par exemple *Innovaud*, dans le canton de Vaud, qui peut accorder un prêt allant jusqu'à CHF 100'000, remboursable dès la quatrième année, et sans intérêts, cf. MAURISSE, *Startup*, § 13. Voir aussi le rapport d'activités 2017 d'*Innovaud* <https://www.innovaud.ch/Portals/5/Files/Rapport%20annuel/RA_innovaud_2017_WEB_FINAL.pdf> (consulté le 27 juin 2019).

⁶³³ MICHELETTI, *Unternehmensfinanzierung*, p. 231.

⁶³⁴ FRICK, *Private Equity*, p. 259 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 52 ; Entretien avec M. TINEMBART.

⁶³⁵ STOFFEL, *Droits des actionnaires*, p. 3.

tement liés au conseil d'administration, voire le constituant (par exemple le cas du fondateur détenant une partie du capital ainsi qu'un siège au conseil d'administration). Partant, même si ce constat est formellement exact, ce sont bien souvent les fondateurs, de par leur qualité d'administrateurs, qui devront négocier et approuver le prêt.

2. Fondateur

Le fondateur n'est en principe pas partie au contrat de prêt⁶³⁶. Néanmoins, il peut donner des garanties personnelles ou réelles sur l'emprunt effectué par la jeune société. Dans des cas particuliers, il reste envisageable que ce soit le fondateur qui prenne le rôle de l'emprunteur s'il est prêt à en assumer les conséquences, toujours en fournissant certaines garanties, pour ensuite verser les fonds obtenus dans la société, soit par le biais d'une participation au capital, d'un prêt d'actionnaire ou d'un apport à fonds perdus. Autrement dit, le prêt est accordé au fondateur pour qu'il devienne lui-même actionnaire, respectivement créancier de la société⁶³⁷. Lorsqu'il existe plusieurs fondateurs, ils forment, à l'égard du prêteur, une société simple : ils sont alors débiteurs solidaires du prêteur, à l'exclusion de la société⁶³⁸.

328

Il peut y avoir plusieurs raisons au fait que les parties souhaitent passer un contrat de prêt entre le prêteur et le fondateur, que nous abordons présentement.

329

a. Responsabilité illimitée

Tout d'abord, la responsabilité du fondateur est illimitée, ce qui signifie que, si la société devait faire faillite, le fondateur resterait tenu à remboursement, et ce pendant un laps de temps relativement long. En effet, lorsque le fondateur fait défaut, le prêteur, en tant qu'il est créancier, peut alors procéder au recouvrement par voie d'exécution forcée à l'encontre du fondateur. Si ce dernier ne possède pas suffisamment de biens pour désintéresser entièrement le prêteur, ce dernier se verra remettre un acte de défaut de biens. Cet acte modifie les délais de prescription de la créance (art. 149a LP), en prolongeant ladite prescription : la créance constatée par un acte de défaut de biens se prescrit par 20 ans à compter de la délivrance de l'acte de défaut de biens⁶³⁹. Ainsi, il est pos-

330

⁶³⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 52 ; Entretien avec M. TINEMBART.

⁶³⁷ C'est d'ailleurs l'état de fait de l'arrêt TF 4C.68/2000 du 23 août 2000.

⁶³⁸ TF 4C.68/2000 du 23 août 2000, consid. 2b.

⁶³⁹ MARCHAND, *Droit des poursuites*, p. 126s.

sible d'espérer se faire rembourser sur une durée extrêmement longue, pour autant que le montant ne soit pas déraisonnablement élevé bien sûr. En tant que la responsabilité personnelle du fondateur est engagée de manière illimitée, il sera bien plus difficile de faire accepter cela, si bien que cette solution reste rare en pratique. C'est une solution plus adaptée pour les petits montants, par exemple pour l'investissement consenti par les trois F.

b. Perte de capital et surendettement

- 331 Lorsque le fondateur emprunte le montant et l'injecte dans la société par une participation au capital ou par un apport à fonds perdus, les écueils légaux de la perte de capital et du surendettement – et donc de la potentielle faillite – (art. 725 al. 2 CO) pourront être plus facilement évités. En effet, les fonds propres de la société seront alors plus importants ; partant, les pertes pourront être plus élevées avant que des mesures d'assainissement doivent être prises ou avant l'avis au juge. Cela est fort avantageux pour la jeune société, qui ressent moins fortement la menace de la faillite.

Exemple : si un bailleur de fonds prête CHF 40'000 directement à la société, la société a un passif de CHF 40'000 de fonds étrangers et de CHF 100'000 de fonds propres. Cela signifie que la perte de capital apparaît dès le moment où les pertes dépassent CHF 50'000. Si le prêt a été octroyé au fondateur et subséquemment ré-injecté en fonds propres, le passif de la société serait uniquement constitué de fonds propres, à hauteur de CHF 140'000. Dans ce second cas, la perte de capital n'apparaît que lorsque les pertes dépassent CHF 70'000. Le surendettement, quant à lui, apparaît dès que les pertes dépassent CHF 100'000 dans le premier cas, mais uniquement lorsqu'elles dépassent CHF 140'000 dans le second.

III. Droits patrimoniaux

- 332 Le contrat de prêt est essentiellement composé de droits patrimoniaux, à la charge des parties respectives. Le prêteur n'a qu'une seule obligation, celle de mettre à disposition de la société un certain montant pour un certain temps. Le contrat doit prévoir le montant précis, bien évidemment, ainsi que les modalités de mise à disposition du capital⁶⁴⁰. En principe et sauf convention contraire, le prêteur devra mettre la somme d'argent à disposition de la jeune société selon les dispositions générales concernant le mode de paiement, à savoir dans un moyen de paiement ayant cours légal dans la monnaie due (art. 84

⁶⁴⁰ BERNET/DENK, p. 66 ; FRICK, *Private Equity*, p. 263.

CO, ainsi que art. 1 et 2 LUMMP)⁶⁴¹. Il devra aussi collaborer avec la société débitrice en lui transmettant ses coordonnées bancaires⁶⁴².

Comme nous l'abordons dans les paragraphes qui suivent, le prêteur possède deux droits patrimoniaux essentiels : le paiement d'intérêt et le remboursement de son prêt (art. 312 et 313 CO). Des obligations accessoires relativement élaborées peuvent cependant être arrêtées par les parties.

333

A. Remboursement

En tant qu'elle assume le rôle d'emprunteur, la société s'engage à restituer, c'est-à-dire à rembourser le capital prêté, une fois le laps de temps (convenu par les parties) écoulé. Le remboursement est défini à l'art. 312 *in fine* CO comme le devoir de « rendre autant de même espèce et qualité ». Les modalités de remboursement du capital mis à disposition par le prêteur doivent être prévues contractuellement. Le crédit devra être remboursé par tranches ou en une seule fois⁶⁴³. Une date d'exigibilité doit être indiquée⁶⁴⁴. Les parties peuvent convenir qu'il est possible de renoncer au remboursement et de convertir la créance ; il s'agit alors d'un prêt convertible qui est un type de financement hybride sur lequel nous reviendrons dans la suite du présent travail.

334

B. Intérêts

1. Notion

L'intérêt (« *interest* », « *Zins* ») dû sur un emprunt peut être défini comme suit : il s'agit de « toute prestation [...] destinée à rémunérer le prêteur pour la privation de son capital »⁶⁴⁵. En d'autres termes, il s'agit du rendement obtenu par le prêteur, en échange du risque supporté. Il se détermine généralement par un pourcentage du montant prêté et par rapport à la durée dudit prêt. En matière commerciale, l'intérêt est dû, même sans convention (art. 313 al. 2 CO) ; les parties sont toutefois libres de déroger au régime légal. Enfin,

335

⁶⁴¹ CR CO I-LOERTSCHER, art. 84 N 6 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 193.

⁶⁴² FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 195.

⁶⁴³ LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 841.

⁶⁴⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 52.

⁶⁴⁵ CR CO I-BOVET/RICHA, art. 313 N 1a. Voir aussi ATF 115 II 349, JdT 1992 II 34 ; ATF 52 II 228, JdT 1926 I 623 ; ENGEL, *Contrats*, p. 272 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 196 ; GLANZMANN, *Darlehensvertrag*, p. 5.

l'art. 314 al. 3 CO interdit l'anatocisme et l'effet « boule de neige »⁶⁴⁶ en découlant : il s'agit là d'une disposition de droit impératif, qui empêche que les intérêts soient intégrés au capital prêté et produisent à leur tour des intérêts⁶⁴⁷.

- 336 Les parties devront encore convenir des modalités de calcul et de paiement des intérêts. Il faut en particulier décider à quel intervalle seront payés les intérêts, selon quel taux, et quand ils seront exigibles⁶⁴⁸.

2. Taux d'intérêt

- 337 Si les parties n'ont pas convenu de taux d'intérêt (« *interest rate* », « *Verzinsung* »), des intérêts sont dus annuellement même si les parties n'ont rien stipulé, en vertu de la matière commerciale de l'affaire (art. 313 al. 2 CO et art. 314 al. 1 et 2 CO). Ils commenceront à courir dès « la remise effective des fonds » à la société⁶⁴⁹. Le taux s'élèvera « au taux usuel pour les prêts de même nature, à l'époque et dans le lieu où l'objet du prêt a été délivré » (art. 314 al. 1 CO). Il correspond généralement à celui pratiqué par les banques⁶⁵⁰. Ces dernières s'aventurant toutefois rarement à prêter aux jeunes sociétés, il convient de déterminer le taux qu'un prêteur aurait accordé à une jeune société suisse, selon l'existence de sûretés réelles et/ou personnelles, la durée du prêt et son but, l'âge de la société sa solvabilité⁶⁵¹, l'époque où le prêt est accordé, une possible subordination de la dette, ainsi que l'existence d'un éventuel *equity kicker* (cf. N 1321). Il apparaît que ce taux usuel est difficilement déterminable pour le prêt octroyé à une jeune société, en raison du nombre de variables existantes et de la rareté des crédits bancaires de tel type. Nous sommes d'avis qu'il ne devrait jamais se trouver en dessous des 5%, en raison du risque inhérent au financement de jeunes sociétés, et par analogie avec l'art. 73 al. 1 CO⁶⁵². Ce constat doit être nuancé lorsqu'il existe des sûretés

⁶⁴⁶ CR CO I-BOVET/RICHA, art. 314 N 5.

⁶⁴⁷ BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 314 N 7 ; CR CO I-BOVET/RICHA, art. 314 N 5. L'une des questions qui se pose aussi est de savoir si l'intérêt moratoire court sur l'intérêt compensatoire ; le TF y a répondu par la négative (ATF 131 III 12, SJ 2005 I 113, consid. 9), ce qui est critiqué par la doctrine, cf. PHILIPPE Arnaud, *L'intérêt compensatoire ou la réparation du dommage de temps – Analyse et pratique souhaitable*, RDS I 2012, pp. 389-413, en particulier la p. 408.

⁶⁴⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 52 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216.

⁶⁴⁹ CR CO I-BOVET/RICHA, art. 313 N 4.

⁶⁵⁰ MÜLLER, *Contrats*, p. 256.

⁶⁵¹ ENGEL, *Contrats*, p. 273.

⁶⁵² Au sujet d'une telle analogie, ATF 126 III 189, consid. 2c : « lorsqu'un taux d'intérêt applicable n'a pas été prouvé, mais qu'il est certain que les parties sont convenues du paiement

réelles ou personnelles extrêmement solides et permettant de désintéresser le prêteur entièrement, pour le cas où la société venait à faire défaut, justifiant alors l'application des taux applicables dans le domaine bancaire, à de tels prêts garantis. Lorsqu'il existe un *equity kicker*, le taux d'intérêt de 5% peut être considéré comme usuel (cf. N 1285). Enfin, à défaut de sûretés et d'*equity kicker*, il sera difficile de déterminer un taux usuel, tant un tel prêt est inhabituel : il se rencontrera rarement en pratique, en tant qu'il ne dessert en rien les intérêts du prêteur, qui prend des risques élevés sans que ces derniers ne soient compensés d'une quelconque manière. Dans un tel cas, sans pouvoir établir le taux usuel, c'est le taux de 5% qu'il faut appliquer⁶⁵³.

En tout état de cause, en pratique, les parties au financement d'une jeune société prendront soin de préciser le taux d'intérêt applicable au prêt. Le taux d'intérêt peut être fixe ou variable : dans ce second cas, le taux évolue selon des critères prédéfinis. Il peut aussi être supprimé à certaines conditions⁶⁵⁴ ou remplacé par un intérêt calculé en fonction du bénéfice⁶⁵⁵ ; on parle alors de prêt partiaire (cf. N 1286). Les intérêts peuvent prendre d'autres formes, que les parties peuvent d'ailleurs combiner⁶⁵⁶ : il pourra ainsi évoluer en fonction de certaines conditions ou circonstances ; on appelle cela un « *floater* ».

Le taux d'intérêt fixe n'a pas de seuil minimal ; on peut donc valablement convenir qu'aucun intérêt n'est dû. En ce qui concerne la limite maximale, la réponse est différente. Selon nous, il convient d'examiner trois limites posées par le droit suisse et de se déterminer sur leur applicabilité au prêt octroyé à une jeune société : en matière civile et pénale, ainsi qu'en droit de la consommation.

d'un intérêt, le juge doit appliquer, au moins par analogie, la règle supplétive de l'art. 73 al. 1 CO et fixer le taux à 5% l'an ». Voir aussi à ce sujet CR CO I-BOVET/RICHA, art. 313 N 3.

⁶⁵³ ATF 126 III 189, consid. 2 ; CR CO I-BOVET/RICHA, art. 313 N 3 ; MÜLLER, *Contrats*, p. 257.

⁶⁵⁴ On peut rencontrer ce cas de figure lorsque le prêteur bénéficie d'autres avantages, compensant l'inexistence d'intérêts, par exemple la présence d'un *equity kicker* (cf. N 1321). Voir aussi BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 61, qui nomme cela un *cumulative interest payment*, respectivement un *non cumulative interest payment*.

⁶⁵⁵ BEHR/WIRTH, p. 162 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 937.

⁶⁵⁶ BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978 ; ENZ/RAVARA, p. 9.

- 340 En premier lieu, un taux d'intérêt peut être considéré comme excessif lorsqu'il est contraire aux mœurs (art. 20 al. 1 CO)⁶⁵⁷ ; à cet égard, la jurisprudence a considéré des taux d'intérêt de 26% comme contraires aux mœurs⁶⁵⁸. Un taux d'intérêt qui devrait être qualifié d'illicite en tant qu'excessif au sens de l'art. 20 CO sera ainsi réduit par le juge à ce qui doit être considéré comme acceptable, pour autant qu'il s'agisse d'un cas de nullité partielle⁶⁵⁹. La doctrine considère, à juste titre, que les intérêts sur un prêt à une jeune société peuvent en tous les cas aller jusqu'à 18% annuellement⁶⁶⁰, voire 20%⁶⁶¹. Comme nous le développons ci-après, des taux d'intérêts plus hauts pourraient, selon les cas, être justifiés.
- 341 En matière pénale, un taux d'intérêt trop élevé peut relever, selon les circonstances, de l'usure (art. 157 CP). L'usure est le fait d'obtenir une « contreprestation disproportionnée » en exploitant la faiblesse de l'autre partie (gêne, dépendance, inexpérience, etc.)⁶⁶². On considère généralement qu'un taux allant au-delà de 35 % constitue en tous les cas une disproportion évidente au sens de l'art. 157 CP⁶⁶³. Bien entendu, l'usure ne doit pas être retenue du seul fait que l'intérêt est trop élevé : encore faut-il que les autres éléments constitutifs soient remplis (situation de faiblesse/gêne/inexpérience, obtention d'un avantage pécuniaire, échange de prestations). Enfin, il est admis que la personne lésée peut être une société commerciale, lorsque son représentant fait preuve d'inexpérience avérée, ou que la société a de graves difficultés finan-

⁶⁵⁷ Comme l'a précisé le Tribunal fédéral (ATF 132 II 455, JdT 2007 I 251), « sont contraires aux mœurs les contrats condamnés par la morale dominante, c'est-à-dire par le sentiment général des convenances ou par les principes et jugements de valeur qu'implique l'ordre juridique considéré dans son ensemble ». Voir aussi ATF 129 III 604, JdT 2005 I 105 ; ATF 123 III 101, JdT 1997 I 586 ; ATF 115 II 232, JdT 1990 I 66.

⁶⁵⁸ ATF 93 II 189, JdT 1969 I 530. Le taux d'intérêt peut aussi être considéré comme « usuraire » et constituer de ce fait un cas de lésion, lorsqu'il remplit les conditions posées par l'art. 21 CO.

⁶⁵⁹ ATF 93 II 189, JdT 1963 I 530 ; ATF 80 II 327 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 197s. Il est admis que la stipulation du taux d'intérêt n'est pas une clause essentielle du contrat, cf. MÜLLER, *Contrats*, p. 257.

⁶⁶⁰ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 197, qui semble considérer qu'un taux de 18% devrait déjà être considéré comme excessif, en s'appuyant sur une jurisprudence bâloise de 1989 (TC BL, RSJ 1989 379s.). On peut encore citer l'ancien Concordat intercantonal du 8 octobre 1957 réprimant les abus en matière d'intérêt conventionnel qui fixait le taux d'intérêt maximal à 18%.

⁶⁶¹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 155 et les références citées.

⁶⁶² CR CP II-MAZOU, art. 157 N 1s.

⁶⁶³ BSK StGB/JSIG-WEISSENBERGER, Art. 157 N 38 et les références citées ; CR CP II-MAZOU, art. 157 N 48 et les références citées.

cières, même passagères⁶⁶⁴. En ce qui concerne les taux d'intérêt élevés, l'usure ne devrait être que rarement retenue dans le contexte du financement de jeunes sociétés, car, en vertu du risque conséquent lié à ce genre d'affaire, il est acceptable qu'un tel taux soit disproportionné, pour le cas où la jeune société parvient à se développer et éviter la faillite. C'est bien plutôt, à notre sens, par rapport à d'autres facteurs que la contreprestation pourrait apparaître disproportionnée et relever de l'usure, notamment en cas de garanties personnelles et/ou réelles conséquentes, mises à la charge d'un fondateur en situation de faiblesse, de gêne ou d'inexpérience.

Enfin, le droit de la consommation prévoit, dans la LCC, une limite générale de 15% (art. 14 LCC et art. 1 OLCC). Une violation de ce taux d'intérêt maximum entraîne la nullité du contrat de crédit (art. 15 al. 1 CO). Cette limite n'est, en l'espèce, pas pertinente : le prêt accordé à une jeune société, pour son activité commerciale, n'est par définition pas un contrat de crédit à la consommation, la définition de l'emprunteur étant la suivante (art. 3 LCC) : « toute personne physique qui conclut un contrat de crédit à la consommation dans un but pouvant être considéré comme étranger à son activité commerciale ou professionnelle ». On s'aperçoit donc que la jeune société ne peut remplir cette condition : il s'agit, en premier lieu, d'une personne morale, et deuxièmement, le prêt est octroyé uniquement pour permettre à la jeune société (ou à son fondateur si c'est lui qui contracte le prêt) de déployer une activité commerciale ou professionnelle⁶⁶⁵. Il existe en outre une multitude d'autres facteurs permettant d'exclure tout élément de consommation au sens de la LCC (art. 7 LCC), notamment lorsque le montant prêté est supérieur à CHF 80'000 (lit. e) ou qu'il est garanti par un gage immobilier (lit. a). En définitive, les prêts accordés à une jeune société (ou à son fondateur) se trouvent en dehors du champ d'application de la loi précitée ; il s'agit donc de « crédits non soumis à la LCC »⁶⁶⁶.

342

Il est toutefois largement reconnu que les taux d'intérêt sont proportionnels à la prise de risque consentie⁶⁶⁷ : des intérêts conséquents se justifient par des risques importants, ce qui est notamment le cas lors d'un prêt à une jeune société, présentant un risque de défaut élevé et sans qu'il ne soit possible d'offrir des garanties⁶⁶⁸. A notre avis, des taux d'intérêt fixes plus élevés doi-

343

⁶⁶⁴ ATF 80 IV 15, consid. 1 (personne morale) et 3 (état de gêne passager). Voir aussi BSK StGB/JStG-WEISSENBERGER, Art. 157 N 7 ; CR CP II-MAZOU, art. 157 N 4.

⁶⁶⁵ Du même avis, FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 361s.

⁶⁶⁶ MARCHAND, *Droit de la consommation*, p. 218 et 214.

⁶⁶⁷ CR CO I-BOVET/RICHA, art. 313 N 8 ; CR CP II-MAZOU, art. 157 N 46 ; TF 6S.6/2007 du 19 février 2007, consid. 3.1.3.

⁶⁶⁸ FRICK, *Private Equity*, p. 261.

vent être acceptés selon le type et de la nature du prêt en question et lorsque le risque de perte est avéré (par exemple parce que le prêt n'est pas garanti). Le risque de perte totale du prêteur est en effet exacerbé dans le contexte du financement de jeunes sociétés : en premier lieu, la jeune société ne répond de ses dettes sociales que sur son patrimoine, les actionnaires ne pouvant être recherchés (art. 620 al. 2 CO). En second lieu, les risques d'échec (et de faillite) d'une jeune société sont extrêmement élevés. Pour déterminer l'ampleur du risque pris par le prêteur, les critères que nous avons développés précédemment au sujet du taux usuel peuvent être repris : l'existence de sûretés réelles et/ou personnelles, l'âge de la société et l'époque où le prêt est accordé, ainsi que l'existence d'un éventuel *equity kicker* ou une possible subordination seront des facteurs déterminants, aptes à augmenter (respectivement réduire ou compenser) les risques consentis par le prêteur. En outre, comme le relève VON SALIS-LÜTOLF, dans le domaine du capital-risque, les parties sont généralement expérimentées⁶⁶⁹.

- 344 En ce qui concerne le taux d'intérêt variable, alors nous sommes d'avis que les limitations précitées ne s'appliquent plus. Avec un taux d'intérêt variable, dépendant de facteurs externes, le prêteur court le risque de n'obtenir aucune rémunération. Nous sommes d'avis que cette prise de risque supplémentaire (prêt à une jeune société avec rémunération incertaine, potentiellement nulle) justifie des intérêts bien plus élevés que celles évoquées précédemment, pouvant s'élever à un multiple du montant du prêt (par exemple 500%). Cela sera le cas lorsque la rémunération du prêteur est calculée en fonction du bénéfice réalisé par la société. A cet égard, la seule limite existant à notre sens est celle de l'engagement excessif (art. 27 CC), lorsque la rémunération du prêteur met en péril l'existence économique de la jeune société⁶⁷⁰, en raison de sa durée ou de son montant annuel. Nous reviendrons sur cet aspect lorsque nous aborderons la rémunération du prêteur partiaire (cf. N 1293).
- 345 Pour le cas où une partie du taux d'intérêt est fixe et l'autre variable (par exemple : fonction du chiffre d'affaires de la société mais au minimum 5% l'an), alors les considérations que nous venons de développer continuent de s'appliquer distinctement sur la tranche fixe, respectivement sur la tranche variable.
- 346 Enfin, rappelons que le manque de liquidités est souvent problématique pour les jeunes sociétés : à des fins de flexibilité, nous conseillons donc d'éviter des taux d'intérêt fixes trop élevés et potentiellement handicapants pour la société, et de s'orienter plus utilement vers une rémunération variable et/ou vers

⁶⁶⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 155.

⁶⁷⁰ ATF 123 III 337, consid. 5.

l'octroi d'un *equity kicker*. En outre, en vertu du principe de prudence et de sécurité juridique, il est conseillé aux parties d'éviter un taux d'intérêt fixe excédant 18%⁶⁷¹.

3. Rythme des versements

En principe, les intérêts peuvent être payés de manière mensuelle, bimensuelle, trimestrielle, semestrielle ou annuelle⁶⁷². Néanmoins, vu le manque de liquidités de la jeune société, nous recommandons de recourir à certaines alternatives au paiement régulier de l'intérêt. Il est par exemple possible de convenir d'un intérêt différé (« *interest deferral* », « *Zinsaufschub* »)⁶⁷³ : dans un tel cas, aucun intérêt n'est versé ; à la place, les intérêts sont capitalisés. Ils peuvent ensuite tomber entièrement lorsque certaines conditions sont remplies (« *non-cumulative interest* »), être payés en intégralité lors du remboursement final (« *cumulative interest* »)⁶⁷⁴ ou dus dès que la société parvient à réaliser un profit⁶⁷⁵. Ces méthodes sont particulièrement attractives pour une jeune société puisque cela évite les sorties de trésoreries malvenues et lui permet de conserver ses liquidités dans sa phase de croissance⁶⁷⁶. C'est d'ailleurs principalement vers ces solutions que les parties s'orienteront, pour le cas notamment où un financement hybride (abordé dans la quatrième partie du présent travail) est mis en place.

347

4. Base de calcul

La base de calcul des intérêts dus sur un prêt est le montant prêté. L'intérêt correspond alors à un certain pourcentage du montant qui devra être remboursé (par exemple 5% annuellement). La base de calcul de l'intérêt peut néanmoins être modifiée : il arrive par exemple que les intérêts dus ne soient pas

348

⁶⁷¹ En effet, même si nous défendons que des intérêts plus élevés puissent être prévus par les parties, il n'est pas certain que les tribunaux arbitraux ou étatiques voient cela du même œil. Voir à ce sujet, FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 197. Le canton de Zurich prévoit d'ailleurs expressément une limite maximale de 18% pour les crédits non-soumis à la LCC, cf. § 215 al. 1 EG ZGB-Zurich.

⁶⁷² BANIK ET AL., p. 26 ; GLANZMANN, *Darlehensvertrag*, p. 5 ss.

⁶⁷³ BANIK ET AL., p. 16. Ces auteurs relèvent à juste titre que l'on rencontre, dans le jargon spécialisé, une multitude de termes différents pour exprimer ce concept, comme *roll-up* ou *rolled-up interest*, *bullet-risk*, *b-term loan*, ou encore *deferred interest*.

⁶⁷⁴ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 4 ; ENZ/RAVARA, p. 9.

⁶⁷⁵ BERNET/DENK, p. 73.

⁶⁷⁶ ENZ/RAVARA, p. 9, ndbp 9.

calculés en fonction du capital mis à disposition mais en fonction du bénéfice dégagé sur une certaine période⁶⁷⁷. On parle alors de prêt partiaire qui est généralement considéré comme un financement hybride⁶⁷⁸.

- 349 Précisons aussi qu'il est possible d'assortir le prêt d'une multitude de modalités concernant le paiement des intérêts, et d'y ajouter une prime (« *premium* », « *Prämie* ») permettant de récompenser le prêteur pour le risque pris⁶⁷⁹. Cette prime de risque peut être calculée en fonction du montant prêté ou de toute autre variable (bénéfice, chiffre d'affaires, etc.), et être soumise à la réalisation de certaines conditions ou objectifs.

C. Obligations accessoires

- 350 Contrairement au contrat d'investissement portant sur l'acquisition dérivée d'actions auprès d'un actionnaire existant – contrat auquel la société n'est tout simplement pas partie –, le contrat de prêt permet de mettre certaines obligations à la charge de la société.

1. *Covenants*

- 351 Selon sa position dans les négociations, le prêteur pourra exiger que l'emprunteur adopte un certain comportement pendant la durée du crédit. On nomme cela des *covenants* (« *Verhaltenspflichten* »). Le respect de telles clauses, fort utiles, peut toutefois s'avérer relativement onéreux⁶⁸⁰. Voici quelques clauses de *covenants* fréquentes lors du financement de jeunes sociétés.

a. Utilisation des fonds

- 352 Les parties pourront convenir que les fonds prêtés à la société doivent être utilisés pour l'accomplissement d'un but déterminé⁶⁸¹. L'utilisation de l'argent prêté conformément au but visé devient alors un point subjectivement essentiel selon l'art. 2 al. 1 CO⁶⁸². Un tel engagement de la société ressortira de

⁶⁷⁷ CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312 N 6.

⁶⁷⁸ FRICK, *Private Equity*, p. 262 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 218.

⁶⁷⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 254.

⁶⁸⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 123.

⁶⁸¹ LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 835.

⁶⁸² FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 200 ; SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1615.

l'interprétation de leurs déclarations selon le principe de la confiance⁶⁸³. À notre avis, si les parties n'ont rien mentionné à ce sujet, il ne devrait être admis qu'exceptionnellement dans le cadre d'un prêt ordinaire⁶⁸⁴. En conséquence, si les parties conviennent d'une utilisation des fonds exclusivement en vue de l'accomplissement d'un but déterminé, la jeune société devrait s'y engager de manière expresse dans le contrat de prêt.

b. Sous-capitalisation

Il s'agit là d'une clause obligeant la société à conserver un rapport entre les fonds propres et les fonds étrangers qui soit acceptable⁶⁸⁵. En d'autres termes, il faut éviter la sous-capitalisation de la société (« *thin capitalization rule* »), et ne pas présenter des fonds étrangers (exigibles ou non) trop importants et en disproportion évidente avec des fonds propres peu élevés. Il convient de rappeler que, même si le « *debt-to-equity ratio* » peut être librement modulé par les actionnaires et la société, il existe tout de même certaines prescriptions fiscales, permettant de requalifier – en fonds propres – un potentiel capital propre dissimulé⁶⁸⁶.

353

c. Cession de créance

À l'instar du bailleur de fonds propres, le prêteur peut aussi se désengager, en cédant la créance qu'il possède à l'encontre de la société financée. À défaut de convention contraire, l'accord de la société n'est pas nécessaire (art. 164 al. 1 CO). Les parties peuvent néanmoins convenir que la créance est incessible. Il faut cependant relever que ce sont uniquement les prétentions au remboursement et au paiement d'intérêts qui sont cédées, et non la relation juridique elle-même⁶⁸⁷. Selon nous, la cession de créance devrait être prévue par les parties. Cela permettra au prêteur de céder la créance à un tiers lorsqu'il le souhaite, et facilite de ce fait son désengagement.

354

⁶⁸³ SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1615.

⁶⁸⁴ Cette affirmation est à nuancer dans le cas d'un financement participatif, cf. FAVRODCOUNE, *Crowdfunding*, p. 201.

⁶⁸⁵ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 37.

⁶⁸⁶ ATF 142 II 355, RDAF 2016 II 449 ; BÉGUIN, *Financement*, § 2.

⁶⁸⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 219.

d. Cession du contrat

- 355 Les parties peuvent convenir que la relation juridique elle-même peut être transférée⁶⁸⁸, et non uniquement la créance. Cela signifie qu'il devient possible pour le prêteur de vendre le contrat à un tiers. Dans un tel cas, la qualité de prêteur, ainsi que les droits et obligations qui en découlent, sont cédés et c'est uniquement le nouveau prêteur qui peut prétendre au remboursement et au paiement des intérêts. Nous sommes d'avis que la cession du contrat ne devrait pas être prévue par les parties lorsque le prêteur bénéficie d'un droit à l'information contractuellement étendu : en effet, il existerait alors le risque qu'un concurrent reprenne le contrat et obtienne alors un accès à certaines informations trop sensibles.

e. Clause de défaut croisé

- 356 La clause de défaut croisé (« *cross default clause* ») permet au prêteur de lier le crédit octroyé à d'autres obligations financières de l'emprunteur. Ainsi, si ce dernier fait défaut dans une autre obligation, le prêteur peut dénoncer le crédit de manière anticipée⁶⁸⁹.

f. Clause d'exclusivité

- 357 L'emprunteur peut s'engager à ne prendre aucun autre engagement financier avec d'autres prêteurs, sauf autorisation préalable de la part du prêteur initial⁶⁹⁰. On appelle cela une clause d'exclusivité ou une clause de non-endettement⁶⁹¹.

g. Clauses négatives et « *pari passu* »

- 358 Il arrive que l'emprunteur s'engage à ne pas donner de nouvelles garanties – ou uniquement certaines garanties déterminées – pour d'éventuels nouveaux crédits contractés. Il s'agit là de clauses dites négatives⁶⁹². Il existe aussi des clauses appelées « *pari passu* ». Dans ce cas, l'emprunteur s'engage à faire

⁶⁸⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 229.

⁶⁸⁹ BAUEN/ROUILLER, p. 288.

⁶⁹⁰ BAUEN/ROUILLER, p. 287.

⁶⁹¹ BALMER, *Clauses négatives*, p. 8.

⁶⁹² BALMER, *Clauses négatives*, p. 141 ss ; BAUEN/ROUILLER, p. 287 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 125.

bénéficier le prêteur des mêmes garanties qu'il accorderait à d'autres prêteurs pour le cas où il contracterait de nouveaux crédits⁶⁹³.

2. Subordination

Il est possible de subordonner le prêt à d'autres prêts déjà convenus. En principe, en contrepartie de la subordination, un *equity kicker* permet au prêteur de rentrer au capital par la suite. La subordination simple (« *einfache Rangrücktritt* ») effectuée par le prêteur en faveur des autres créanciers est considérée par FRICK comme une stipulation en faveur d'autrui (art. 112 al. 1 CO). Il peut s'agir d'une subordination dite qualifiée (« *qualifizierte Rang- oder Stundungsrücktritt* ») au sens de l'art. 725 al. 2 CO, l'une des caractéristiques particulières du prêt mezzanine, forme de financement hybride sur laquelle nous nous pencherons dans la suite de ce travail (cf. N 1303 ss).

359

Inversement, lorsque la jeune société contracte plusieurs crédits auprès de plusieurs établissements, le prêteur peut choisir d'octroyer le prêt uniquement à la condition que les autres établissements acceptent de postposer leur créance (« convention de postposition » ou « convention de retrait de rang »). En d'autres termes, les autres prêteurs acceptent de faire valoir leur créance contre l'emprunteur uniquement après que l'établissement auquel ils sont subordonnés a été pleinement satisfait⁶⁹⁴.

360

3. Conversion et option

Il est tout à fait possible d'octroyer au prêteur des droits de conversion et/ou d'option. On nomme cela un *equity kicker*⁶⁹⁵. Il s'agit là d'une forme de financement hybride (prêt convertible ou à option, voire un prêt mezzanine) qui sera étudiée dans la quatrième partie du présent travail.

361

4. Droits d'acquisition préférentielle

Il est aussi loisible aux parties de prévoir des droits d'acquisition préférentielle en faveur du prêteur (par exemple le droit de préemption), lui permettant d'acquérir des actions de la société lorsque certaines conditions sont rem-

362

⁶⁹³ BAUEN/ROUILLER, p. 287 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 125.

⁶⁹⁴ BAUEN/ROUILLER, p. 287.

⁶⁹⁵ BANIK ET AL., p. 27.

plies⁶⁹⁶. Il s'agit d'un mécanisme similaire au droit de conversion ou d'option abordé ci-dessus, en ce sens que le prêteur peut espérer devenir actionnaire à certaines conditions. Toutefois, dans un tel cas, ce sont les actionnaires (et non la société) qui sont débiteurs du droit d'acquisition que le prêteur possède. Inversement, on peut aller jusqu'à octroyer au prêteur un *put option*, lui permettant de vendre sa créance à un actionnaire ou un tiers, sans que ces derniers ne puissent s'y opposer ; ils ont alors un devoir de reprise de créance⁶⁹⁷.

IV. Droit à l'information

- 363 La jeune société n'est pas soumise à un devoir particulier de publication (art. 958e al. 1 CO *a contrario*). Toutefois, selon l'art. 958e al. 2 CO, chaque société peut être obligée de renseigner son créancier social. Ainsi, si ce dernier en fait la demande et qu'il fait valoir un intérêt digne de protection, il a le droit de consulter le rapport de gestion. Il s'agit uniquement d'un droit de consultation⁶⁹⁸. Comme le Tribunal fédéral le rappelle, le créancier doit établir sa qualité de créancier avec une haute vraisemblance, et établir des circonstances concrètes « faisant apparaître son besoin d'information comme digne de protection d'un point de vue objectif »⁶⁹⁹. Un intérêt à la consultation existe lorsque la créance semble être en péril (retard dans le paiement, défaut, difficultés financières, etc.) mais doit être rejeté lorsque la consultation vise uniquement à satisfaire la curiosité ou à connaître certains secrets d'affaires⁷⁰⁰.
- 364 Légalement et en temps normal, le créancier d'une société ne dispose donc d'aucun droit à l'obtention de renseignements, hormis éventuellement quant à son organisation⁷⁰¹ et à la consultation du rapport de gestion lorsqu'il existe un intérêt digne de protection, comme explicité ci-dessus. Paradoxalement, et comme le remarque HARI, le droit à l'information des créanciers est bien plus large lorsque la société est insolvable⁷⁰².
- 365 Les parties seront libres de ménager, contractuellement, l'accès étendu du prêteur à certaines informations. Cela concernera en premier lieu la situation

⁶⁹⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 222s.

⁶⁹⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 256-258.

⁶⁹⁸ CR CO II- TORRIONE/BARAKAT, art. 958e N 7.

⁶⁹⁹ ATF 137 III 255, SJ 2012 I 71, consid. 4.

⁷⁰⁰ ATF 137 III 255, JdT 2013 II 322, consid. 4.1.3.

⁷⁰¹ HARI, *Droit à l'information*, p. 93. Lorsque la société est cotée en bourse, une certaine transparence est exigée, permettant ainsi au créancier de se faire une meilleure idée quant aux finances de ladite société.

⁷⁰² HARI, *Droit à l'information*, p. 93.

financière de la société, puisque le prêteur souhaitera généralement savoir comment les fonds sont utilisés et se déterminer sur les perspectives de remboursement⁷⁰³. Très souvent, le prêteur demande à ce que les situations comptables⁷⁰⁴ (à savoir les comptes annuels et les bilans, ainsi que les rapports de gestion et de révision) lui soit communiquées selon certaines échéances, ou encore que certains ratios – ou indices – quant au montant des actifs nets ou au degré de couverture du service de la dette soient respectés⁷⁰⁵. Inversement, si le prêteur obtient un droit aux renseignements étendu, il est impératif de le soumettre à une obligation de confidentialité, dans la mesure où la sensibilité des informations remises l'exige (*cf.* N 550).

Cas particulier, dans le cas d'un changement de contrôle de la société, par exemple dans le cas d'une *trade sale*, le repreneur peut être gêné par l'existence de droits particuliers d'information d'un prêteur. Il convient donc de réserver à la société la possibilité de résilier le contrat de prêt pour de tels cas⁷⁰⁶.

366

Nous proposons de revenir en détails sur le catalogue d'informations exigé par le prêteur, dans le chapitre relatif au crédit bancaire (*cf.* N 481). En effet, il est systématique pour les banques de requérir certaines informations détaillées concernant notamment la structure du *management* et de l'actionnariat.

367

V. Garanties

La garantie de la couverture de crédit est un engagement effectué envers le créancier (ou un tiers), par lequel le créancier est assuré que ses droits seront couverts. En conséquence, avant d'accorder un prêt, le prêteur exigera des sûretés réelles ou des gages, à défaut des sûretés personnelles⁷⁰⁷. Plus les sûretés sont « effectives », plus le prêteur sera disposé à octroyer le prêt⁷⁰⁸. Autrement dit, les sûretés permettent de garantir l'exécution parfaite de l'obligation, en l'occurrence le remboursement du prêt⁷⁰⁹.

368

⁷⁰³ BUCHELER, *Droit comptable*, p 5.

⁷⁰⁴ *Ibid.*

⁷⁰⁵ BAUEN/ROUILLER, p. 288 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 53 et 123.

⁷⁰⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 288.

⁷⁰⁷ BAUEN/ROUILLER, p. 279 ; MÜLLER, *Contrats*, p. 519.

⁷⁰⁸ AESCHLIMANN/FOËX, p. 17s.

⁷⁰⁹ CR CO I-MEIER, Intro. art. 492-512 N 20.

A. Légales

- 369 Le prêteur bénéficie d'une garantie que la loi lui fournit indirectement lorsqu'elle interdit le remboursement du capital (art. 680 al. 2 CO). Ainsi, le prêteur est certain qu'en cas de liquidation, il sera remboursé en priorité sur les bailleurs de fonds propres⁷¹⁰.

B. Sûretés réelles

- 370 A titre de sûreté réelle, il est possible de transférer la propriété de certains biens immobiliers ou mobiliers, d'effectuer une cession à titre de garantie ou d'octroyer des droits de gages sur un immeuble, mais aussi sur des meubles, marchandises, créances ou autres droits⁷¹¹. Tout d'abord, les sûretés choisies doivent être effectives : elles doivent donner au prêteur un « droit prioritaire et opposable *erga omnes* sur les actifs grevés ». Ensuite, elles doivent porter sur des biens ou droits susceptibles d'être réalisés si le débiteur fait défaut. Enfin, lesdits biens ou droits doivent présenter une valeur économique⁷¹².
- 371 Pour garantir le prêt, la société (ou l'actionnaire⁷¹³) peuvent effectuer une cession ou un nantissement sur certains biens qu'elle possède (brevets, immeubles, installations, dépôt-titres, stocks, etc.)⁷¹⁴. Toutefois, il est difficilement envisageable que la jeune société puisse offrir des sûretés au prêteur : comme nous l'avons répété à maintes reprises, elle ne dispose en principe que de peu d'actifs lui permettant de garantir l'emprunt contracté. Si toutefois elle possède suffisamment de biens, elle pourra les utiliser à titre de garantie mais voudra absolument éviter d'en perdre l'usage.
- 372 En ce qui concerne la mise en gage des stocks, se pose la question de savoir si la marchandise vendue pourrait être automatiquement remplacée, en tant qu'objet du gage, par de nouvelles marchandises ou par le produit de vente ; on nomme cela une « *floating charge* », ou assiette flottante. Ce concept est accepté en Suisse pour les cessions globales de créances, mais pas pour le gage mobilier⁷¹⁵.

⁷¹⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 215s.

⁷¹¹ BAUEN/ROUILLER, p. 279 ; MÜLLER, *Contrats*, p. 519. Sur la question de savoir ce qui peut faire l'objet d'une sûreté mobilière ainsi que son étendue, notamment par rapport aux fruits ou aux accessoires, cf. EIGENMANN, *Sûretés mobilières*, pp. 15-26.

⁷¹² Pour tout le paragraphe, AESCHLIMANN/FOËX, p. 19.

⁷¹³ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 120.

⁷¹⁴ BCGE, *Financement des entreprises*, p. 15 ; ENZ/RAVARA, p. 8.

⁷¹⁵ Pour tout le paragraphe, AESCHLIMANN/FOËX, p. 27.

Par rapport à certains biens d'équipement tels que les machines, véhicules et outillages, il sera peu évident de les mettre en gage sans en perdre la possession : « l'exigence de transfert qualifié de possession [et] le principe de spécialité constitue[n]t ainsi [...] un obstacle rédhibitoire à la mise en gage de biens d'équipement ou de marchandises en stocks »⁷¹⁶. On recommandera donc à la jeune société de s'orienter vers le leasing financier (*cf.* N 503). Enfin, la mise en gage d'éventuels immeubles possédés par la société sera, elle, plus facile à mettre en œuvre, en tant que cette dernière pourra continuer d'utiliser les locaux.

373

En conclusion, l'octroi de sûretés par le biais de biens mobiliers se révèle laborieux, particulièrement en ce qui concerne les biens d'équipements et les stocks. Pour les biens immobiliers et les créances, les sûretés pourront être données plus facilement, par le biais du gage, respectivement de la cession à titre de garantie, et ce à la grande satisfaction du prêteur.

374

1. Transfert de propriété

Le transfert de propriété à titre de garantie (aussi appelé « *fiducia cum creditore* » ou « fiducie-sûreté ») est une opération fiduciaire, largement admise dans la doctrine et la jurisprudence⁷¹⁷, qui permet de transférer au prêteur la propriété d'une chose mobilière⁷¹⁸. Le prêteur ne peut, quant à lui, pas disposer de la chose comme bon lui semble : il doit être en mesure de restituer la chose une fois la créance garantie exécutée⁷¹⁹. Il ne lui est ainsi possible d'aliéner la chose qu'à l'échéance du prêt ; il se désintéressera uniquement pour le solde non couvert⁷²⁰.

375

Lorsque le prêteur laisse la possession immédiate à l'emprunteur, il s'agit d'un constitut possessoire (art. 717 CC), qui n'est pas opposable aux tiers de par le fait qu'il élude les règles du gage mobilier (art. 717 al. 1 CC). Le droit ne serait alors plus opposable *erga omnes*, ce qui ne servirait pas les intérêts du prêteur⁷²¹.

376

⁷¹⁶ AESCHLIMANN/FOËX, p. 27.

⁷¹⁷ ATF 119 II 326, JdT 1995 II 87 ; ATF 94 II 304, JdT 1970 I 182 ; BALMER, *Clauses négatives*, p. 147 et les auteurs cités.

⁷¹⁸ BALMER, *Clauses négatives*, p. 146s. et la référence citée : le transfert de propriété d'un immeuble ne se rencontre jamais.

⁷¹⁹ ATF 119 II 326, JdT 1995 II 87, consid. 2c et 2d ; AESCHLIMANN/FOËX, p. 23s. ; BALMER, *Clauses négatives*, p. 147 ; BAUEN/ROUILLER, p. 279.

⁷²⁰ *Ibid.*

⁷²¹ AESCHLIMANN/FOËX, p. 24.

2. Cession à titre de garantie

- 377 Avec la cession à titre de garantie (ou « cession fiduciaire de créances à fin de sûretés »⁷²², ou encore « cession globale de créances à fin de garantie »⁷²³), l'emprunteur cède un certain nombre de créances au prêteur⁷²⁴. Toute créance, qu'elle soit existante, conditionnelle ou future, peut être cédée, pour autant qu'il ne s'agisse pas d'un engagement excessif⁷²⁵, que la créance soit cessible et que les règles relatives à la forme soient respectées (art. 164 à 174 CO). Les nouvelles créances remplacent donc automatiquement celles qui s'éteignent⁷²⁶. Grand avantage pour le prêteur : en cas de non-remboursement, il pourra faire valoir lui-même les créances cédées⁷²⁷. Pour toutes ces raisons, cette institution est utilisée par un grand nombre de sociétés pour obtenir du crédit, en particulier du crédit commercial⁷²⁸. Elle a par ailleurs rendu quasi-obsolète la mise en gage de créances (*cf.* N 388).
- 378 En cas de faillite, les créances cédées à titre de garantie avant la faillite ne tombent pas dans la masse. Aucune mention n'est donc portée à l'inventaire. *A contrario*, en ce qui concerne les créances nées après la faillite, elles sont portées à l'inventaire et l'office des faillites procède au recouvrement⁷²⁹.
- 379 Cela peut être une bonne solution pour une jeune société parvenant rapidement à étoffer son carnet de commandes auprès d'un nombre important de clients, que cela soit par le biais de ventes ou de préventes. En d'autres termes, l'existence des créances (actuelles, potentielles ou futures) doit être avérée.

3. Droit de gage

- 380 Le droit de gage est un droit réel limité, permettant à son titulaire, en cas d'inexécution de la créance garantie, de faire réaliser la chose ou le droit – appartenant à un tiers – qui en est l'objet⁷³⁰. Le créancier gagiste – le prêteur – acquiert uniquement le droit de « participer à la valeur du bien donné en gage,

⁷²² AESCHLIMANN/FOËX, p. 29.

⁷²³ XOUDIS/DE GOTTRAU, p. 1151.

⁷²⁴ Pour un modèle complet, *cf.* XOUDIS/DE GOTTRAU, p. 1143 ss.

⁷²⁵ AESCHLIMANN/FOËX, p. 29 ; BALMER, *Clauses négatives*, p. 145.

⁷²⁶ AESCHLIMANN/FOËX, p. 29.

⁷²⁷ BAUEN/ROUILLER, p. 279s. ; EIGENMANN, *Sûretés mobilières*, p. 13.

⁷²⁸ ATF 142 III 746, consid. 2.1 *in fine*.

⁷²⁹ Voir à ce sujet, OFFICE CANTONAL DES FAILLITES DE GENÈVE, *Formation de la masse*, p. 32 <<https://www.ge.ch/document/formation-masse-faillite/telecharger>> (consulté le 27 juin 2019).

⁷³⁰ ATF 123 III 367, JdT 1999 II 82, consid. 3c ; EIGENMANN, *Sûretés mobilières*, p. 9.

à concurrence du montant qui lui reste dû »⁷³¹. Le prêteur n'obtient toutefois aucun droit de jouissance sur la chose, mobilière ou immobilière. Le droit de gage est la garantie traditionnelle dans le milieu bancaire⁷³².

a. Immobilier

Le droit de gage immobilier est réglé par les art. 793 à 875 CC. Il ne peut être constitué que sur un fonds inscrit au registre foncier. Le droit de gage immobilier peut prendre la forme d'une hypothèque (art. 824 à 841 CC)⁷³³ ou d'une cédula hypothécaire (art. 842 à 865 CC). La cédula hypothécaire peut être matérialisée dans un papier-valeur (art. 860s CC) ou simplement figurer au registre foncier (cédula de registre, art. 857 ss CO). La cédula est une créance personnelle garantie par un gage immobilier (art. 842 al. 1 CC) : elle est composée d'une reconnaissance de dette et d'un droit de gage immobilier, indissolublement liés⁷³⁴, servant à couvrir ladite dette⁷³⁵.

381

En cas de non-remboursement, le créancier-gagiste peut ouvrir une poursuite en réalisation du gage (art. 151 ss LP), et pourra se désintéresser sur le produit de vente.

382

b. Mobilier

Le droit de gage mobilier peut être octroyé sous forme de nantissement, de droit de rétention, de droit de gage sur marchandises ou de droit de gages sur les créances et autres droits⁷³⁶.

383

(i) Nantissement et droit de rétention

Le nantissement (art. 884 à 894 CC) est l'unique forme de gage pour les choses mobilières⁷³⁷. C'est un droit réel limité, opposable *erga omnes*, qui

384

⁷³¹ BAUEN/ROUILLER, p. 280.

⁷³² *Ibid.*

⁷³³ Pour un cas où une hypothèque est constituée pour garantir un prêt destiné au financement d'une société, cf. ATF 142 II 355, RDAF 2016 II 449.

⁷³⁴ ATF 130 III 681, JdT 2004 I 567 ; ATF 140 III 36, JdT 2015 II 337.

⁷³⁵ FOËX, *Cédula*, p. 345 ; JEANDIN, *Chroniques*, p. 28 ; STEINAUER, *Cédulas*, p. 270 ss.

⁷³⁶ Pour un exemple de contrat de gage mobilier, cf. FOËX, *Gage mobilier*, p. 1223 ss.

⁷³⁷ A l'exception des bateaux et aéronefs, cf. BAUEN/ROUILLER, p. 281.

donne au prêteur un droit prioritaire sur la valeur de la chose grevée, tant par rapport à d'autres créanciers que par rapport au propriétaire⁷³⁸.

385 Il s'agit du transfert au prêteur de la possession de la chose constituant la garantie ; le propriétaire perd obligatoirement la maîtrise exclusive de la chose. Cela a pour conséquence qu'il n'est pas possible pour la société de garantir son emprunt en nantissant des machines, des biens d'équipements ou des stocks⁷³⁹. Pour remédier à cela, les parties auront parfois recours au leasing financier.

386 Dans le domaine bancaire, ce sont surtout des papiers-valeurs, comme par exemple des titres de participation ou des obligations, qui seront mis en gage. Il s'agit alors d'un « crédit lombard » (cf. N 460s.). Par la suite, le droit de rétention (art. 895 à 898 CC) permet au créancier de retenir les choses mobilières ou papiers-valeurs en sa possession jusqu'au remboursement par l'emprunteur (art. 895 al. 1 CC). Il sied enfin de préciser que les banques ne peuvent pas exercer de droit de gage ou de rétention sur les choses se trouvant dans les compartiments utilisés par ses clients, car on considère qu'elles n'entrent pas en possession desdites choses mobilières⁷⁴⁰.

(ii) Droit de gage sur marchandises

387 Le droit de gage sur marchandises permet souvent de garantir les crédits commerciaux⁷⁴¹. Alors que le gage se fait parfois directement sur les marchandises, on préférera octroyer le gage par le biais de titres représentatifs de marchandises selon les art. 1153 à 1155 CO⁷⁴².

(iii) Droit de gage sur les créances et autres droits

388 Il est possible de constituer en gage des créances ainsi que d'autres droits (art. 809 à 906 CC) ; il faut toutefois que ces derniers soient aliénables⁷⁴³. Il s'agit généralement des créances détenues par la société contre ses débiteurs, mais il peut aussi s'agir de droits de propriété intellectuelle. Les biens immatériels, susceptibles parfois d'être vendus ou activables au bilan, ne peuvent,

⁷³⁸ AESCHLIMANN/FOËX, p. 21.

⁷³⁹ AESCHLIMANN/FOËX, p. 22.

⁷⁴⁰ Pour tout le paragraphe, BAUEN/ROUILLER, p. 281s.

⁷⁴¹ FOËX, *Gage mobilier*, p. 1239.

⁷⁴² BAUEN/ROUILLER, p. 282.

⁷⁴³ AESCHLIMANN/FOËX, p. 28 ; BAUEN/ROUILLER, p. 282.

eux, pas faire l'objet d'un gage ; on pense notamment aux listes de clients (« *goodwill* ») ou aux secrets d'affaires⁷⁴⁴.

En pratique, le droit de gage sur les créances tend à disparaître, au profit de la cession à titre de garantie que nous avons abordé précédemment (cf. N 377). L'avantage de la cession est que la banque devient créancière des débiteurs de la société de plein droit⁷⁴⁵.

389

4. Réserve de propriété

Il est possible de passer un pacte de réserve de propriété (art. 715 CC). La société peut alors utiliser le bien, et le vendeur garde la propriété du bien, ce qui lui sert de garantie. Ce pacte s'applique typiquement dans le cadre d'une vente à tempérament – c'est-à-dire une vente par acomptes – ce qui permet d'assurer au vendeur – désormais aussi prêteur – qu'il pourra récupérer le bien en cas de défaut de paiement de la société. Le pacte de réserve de propriété ne peut toutefois que garantir la créance née par l'aliénation du bien, ce qui limite largement le champ d'application d'une telle réserve⁷⁴⁶. Si ce n'est pas le cas, la société pourrait acquérir le bien, le vendre au vendeur-prêteur, pour que ce dernier le revende enfin à la société avec une réserve de propriété. Par ailleurs, une telle transaction risquerait de ne pas être opposable aux tiers, conformément à l'art. 717 al. 1 CC, en tant qu'elle éluderait les dispositions sur le gage mobilier⁷⁴⁷.

390

Précisons enfin que le pacte de propriété doit faire l'objet d'un contrat écrit, qu'il ne peut porter que sur des choses mobilières et corporelles⁷⁴⁸. En outre, il doit être inscrit au domicile actuel de l'acquéreur, dans un registre public tenu par l'office des poursuites (art. 715 al. 1 *in fine* CC). Très souvent, les contrats de ventes prévoient une réserve de propriété sans que cette dernière ne soit inscrite dans le registre⁷⁴⁹. C'est une solution qui devrait être proposée aux vendeurs par les jeunes sociétés, notamment lorsqu'elles font l'acquisition de

391

⁷⁴⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 27. Voir aussi AESCHLIMANN/FOËX, p. 28 et les références citées.

⁷⁴⁵ AESCHLIMANN/FOËX, p. 28s. et les références citées ; BAUEN/ROUILLER, p. 282.

⁷⁴⁶ ATF 56 III 79 : un tel pacte est un moyen de se constituer une garantie pour le paiement du prix de l'objet, non pas pour lui permettre de se constituer en même temps une garantie pour le paiement d'autres créances ; le législateur n'a pas voulu de l'hypothèque mobilière.

⁷⁴⁷ AESCHLIMANN/FOËX, p. 23.

⁷⁴⁸ CVCI, *Pacte de réserve de propriété* <<https://www.mycci.ch/FileDownload/download/58>> (consulté le 27 juin 2019).

⁷⁴⁹ Voir par exemple ATF 119 II 236.

lignes de production ou de biens d'équipements et que le vendeur est réticent à accepter un paiement par acomptes.

5. Tiers convenu

- 392 Les parties peuvent aussi convenir de déposer les biens servant de garantie chez un tiers dit « convenu ». Cette transaction, qui n'est pas un constitut possessoire, est compatible avec l'art. 884 al. 3 CC et de ce fait opposable aux tiers. Elle entraîne des coûts non-négligeables puisqu'il faut rémunérer le tiers convenu. Enfin, elle paralyse les biens remis au tiers, puisque l'emprunteur ne peut plus disposer, et donc utiliser, lesdits biens⁷⁵⁰.

C. Sûretés personnelles

- 393 Une sûreté personnelle est une obligation contractée pour en garantir une autre. Elle confère au prêteur un droit personnel contre le garant – il est alors possible de rechercher ce garant pour obtenir l'exécution de la prestation promise⁷⁵¹, en l'espèce principalement le paiement des intérêts et le remboursement du prêt. Il existe plusieurs types de sûretés personnelles en droit suisse. Le cautionnement bien entendu, mais aussi le porte-fort, la reprise de dette cumulative et la déclaration de cautionnement⁷⁵².
- 394 Dans le cadre du financement d'une jeune société, on pourrait ainsi imaginer que le fondateur (ou tout autre actionnaire/investisseur) décide de fournir des sûretés personnelles visant à garantir l'emprunt de la jeune société. Ce faisant, le fondateur doit rester attentif au fait qu'il engage sa responsabilité personnelle.

1. Cautionnement

a. Notion

- 395 Le cautionnement (art. 492 à 512 CO) est un contrat par lequel une personne – appelée la caution – s'engage envers le créancier à garantir le paiement de la dette contractée par le débiteur (art. 492 al. 1 CO). Le cautionnement ne peut

⁷⁵⁰ AESCHLIMANN/FOËX, p. 24s.

⁷⁵¹ MÜLLER, *Contrats*, p. 520.

⁷⁵² BAUEN/ROUILLER, p. 282 ; MÜLLER, *Contrats*, p. 520.

exister que sur une obligation valable (art. 492 al. 2 CO), il a de ce fait un « caractère accessoire »⁷⁵³. Parallèlement, le cautionnement est un contrat unilatéral, puisque c'est uniquement la caution qui assume une obligation : le créancier n'assume que des incombances et la société à financer n'est pas partie au cautionnement⁷⁵⁴.

Ce type de sûreté est une sécurité supplémentaire lorsque le crédit n'est pas remboursé⁷⁵⁵. Le cautionnement se rencontre principalement dans le domaine bancaire, mais peut aussi être accordé dans le cadre d'un prêt ordinaire⁷⁵⁶.

Dans le cadre du financement par fonds étrangers et pour faciliter l'obtention du crédit, le fondateur (ou tout autre actionnaire prêt à le faire) peut alors se présenter comme caution, au cas où la jeune société n'arriverait pas à honorer ses obligations⁷⁵⁷. En d'autres termes, le cautionnement du crédit de la société est fourni par un tiers, en faveur de la banque⁷⁵⁸. Toutefois, la prime de risque contre cautionnement a un coût⁷⁵⁹ et entraîne possiblement la responsabilité personnelle du garant.

b. Forme

Le cautionnement portant sur plus de CHF 2'000, conformément à l'art. 493 al. 2 CO, doit être fait sous forme authentique, lorsque la caution est une personne physique. À défaut, le cautionnement n'est tout simplement pas valable. Le Tribunal fédéral a confirmé qu'un cautionnement qui intervient sous forme écrite et dans le cadre de l'art. 645 CO, concernant les actes accomplis avant l'inscription au registre du commerce, n'était pas valable : la responsabilité du fondateur qui se porte caution de la future société anonyme n'engage sa responsabilité que lorsque les conditions formelles liées à sa qualité personnelle sont respectées⁷⁶⁰.

⁷⁵³ TF 4C.68/2000 du 23 août 2000, consid. 2a.

⁷⁵⁴ PHILIPPIN/ROUVINEZ, p. 1211.

⁷⁵⁵ Rapport cautionnement 2013, p. 23.

⁷⁵⁶ CR CO I-MEIER, Intro. art. 492-512 N 18.

⁷⁵⁷ Pour un modèle de contrat de cautionnement, cf. PHILIPPIN/ROUVINEZ, p. 1193 ss.

⁷⁵⁸ CR CO I-MEIER, Intro. art. 492-512 N 18.

⁷⁵⁹ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-bancaires.html>> (consulté le 27 juin 2019) : la prime peut aller jusqu'à 1.25% par année.

⁷⁶⁰ ATF 123 III 24, JdT 1997 I 340.

c. Simple et solidaire

399 Le cautionnement peut être simple ou solidaire⁷⁶¹. À défaut d'avoir été précisé, le cautionnement est présumé simple⁷⁶². La caution simple ne sera recherchée que lorsque la jeune société est déclarée en faillite ou en sursis concordataire, ou qu'elle ne peut plus être recherchée en Suisse pour diverses raisons (art. 495 al. 1 CO). Autrement dit, il faut que la jeune société ne soit absolument plus capable d'honorer ses obligations pour que le prêteur puisse se tourner vers la caution. La caution solidaire peut être recherchée dès le moment où la jeune société est en retard dans le paiement de sa dette et qu'elle a été sommée, en vain, de s'acquitter du paiement (art. 496 al. 1 CO). La caution solidaire peut aussi être recherchée lorsqu'il est notoire que la jeune société est insolvable (art. 496 al. 1 *in fine* CO). En pratique, les prêteurs, notamment les banques, exigeront évidemment un cautionnement solidaire⁷⁶³.

d. Soutien étatique

400 Plusieurs coopératives de cautionnement soutenues par la Confédération permettent aux PME, et aux jeunes sociétés dans une moindre mesure, d'obtenir des crédits bancaires, en se portant garantes de crédits allant jusqu'à CHF 500'000 (*cf.* N 264). La Confédération assume le risque de perte jusqu'à 65% et prend en charge les frais administratifs⁷⁶⁴. Le but visé par une telle initiative est de « corriger les imperfections du marché lors de l'octroi de crédit à de petites entreprises ou à de jeunes pousses », en facilitant l'octroi et en augmentant les montants des crédits⁷⁶⁵.

2. Porte-fort

401 Comme le précise l'art. 111 CO, le porte-fort est le fait de promettre à autrui le fait d'un tiers. Si ce dernier ne s'exécute pas, le garant sera tenu à des dommages-intérêts pour cause d'inexécution.

402 Le prêteur peut demander qu'un tiers garantisse le crédit qu'il octroie à la jeune société. Il faut toutefois être attentif au fait que le porte-fort peut être

⁷⁶¹ PHILIPPIN/ROUVINEZ, p. 1212 ss. Pour plus de détails quant aux distinctions entre les types de cautionnement, *cf.* MÜLLER, *Contrats*, pp. 530-538.

⁷⁶² PHILIPPIN/ROUVINEZ, p. 1212.

⁷⁶³ BAUEN/ROUILLER, p. 283.

⁷⁶⁴ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 35. Voir aussi CR CO I-MEIER, Intro. art. 492-512 N 19.

⁷⁶⁵ Rapport cautionnement 2013, p. 23.

requalifié en cautionnement (selon les critères explicités ci-après) ; lorsque c'est le cas, les exigences légales du cautionnement, en particulier l'exigence de forme écrite, doivent être respectées. À défaut, l'acte est réputé nul⁷⁶⁶. Pour distinguer le porte-fort du cautionnement, le critère essentiel est l'accessorité, c'est-à-dire le lien de dépendance entre l'engagement de la caution et l'obligation principale⁷⁶⁷. En d'autres termes, il s'agit de déterminer si l'engagement est fait de manière purement accessoire à la dette principale ; si c'est le cas, on tendra à qualifier cela de cautionnement⁷⁶⁸. Si l'engagement est indépendant de la dette principale, alors il s'agira d'un porte-fort⁷⁶⁹.

3. Engagement solidaire

L'engagement solidaire permet au garant de répondre de la dette parallèlement au débiteur, en l'espèce la jeune société. Plusieurs débiteurs répondent solidairement de la dette (art. 144 à 149 CO), au moment où ladite dette est contractée. Dans le cadre d'un prêt commercial, la solidarité a un fondement purement contractuel⁷⁷⁰.

403

Lorsque la dette est déjà existante, il s'agit d'une reprise de dette cumulative⁷⁷¹. Autrement dit, le garant devient directement et personnellement débiteur, aux côtés du débiteur initial (la société), quant à un engagement préexistant. La reprise de dette cumulative est un acte non formel, qui n'est pas réglé par la loi (contrairement à la reprise de dette non cumulative, art. 175 ss CO, plus particulièrement art. 176 al. 1 CO)⁷⁷².

404

D. Assurance décès

En cas de décès du fondateur, l'avenir de la jeune société, ainsi que le remboursement du prêt, sont souvent compromis. Il est donc possible que le fondateur conclut une assurance décès⁷⁷³. Ce type d'assurance permet, en cas de

405

⁷⁶⁶ BAUEN/ROUILLER, p. 284.

⁷⁶⁷ ATF 129 III 702, JdT 2004 I 535 ; ATF 128 III 295, consid. 2d.bb ; ATF 125 III 305, consid. 2.

⁷⁶⁸ BAUEN/ROUILLER, p. 284. Voir aussi à ce sujet CR CO I-MEIER, Intro. Art. 492-512 N 21 ss.

⁷⁶⁹ Cf. TF 4A_279/2009 du 14 septembre 2009, consid. 3.1.

⁷⁷⁰ Pour un cas d'application, cf. ATF 142 II 355, RDAF 2016 II 449.

⁷⁷¹ BAUEN/ROUILLER, p. 286 ; MÜLLER, *Contrats*, p. 528.

⁷⁷² ATF 129 III 702, SJ 2013 I 332, consid. 2.

⁷⁷³ Entretien avec M. TINEMBART.

décès, d'allouer le capital au remboursement des prêts et des lignes de crédits, en particulier bancaires.

VI. Durée et résiliation

- 406 La résiliation du contrat de prêt implique le remboursement du montant prêté et entraîne la cessation du versement d'intérêts. Il n'est pas possible d'exclure toute possibilité de résiliation⁷⁷⁴.
- 407 Le contrat de prêt est un contrat de durée⁷⁷⁵ ; il peut être de durée déterminée ou indéterminée⁷⁷⁶. Il s'agira d'un contrat de durée déterminée lorsqu'une certaine durée (par exemple 4 ans dès la conclusion) ou une date de fin sont définies contractuellement et au moins déterminables selon les critères arrêtés par les parties⁷⁷⁷. Comme mentionné dans le paragraphe précédent, il reste toujours possible de résilier le contrat avant la fin de la durée déterminée (c'est-à-dire de manière extraordinaire), pour de justes motifs⁷⁷⁸. Par justes motifs, il faut comprendre « toutes les circonstances qui font que la continuation jusqu'à l'expiration de sa durée ou jusqu'au prochain terme ordinaire de résiliation ne peut raisonnablement être exigée au regard des règles de la bonne foi »⁷⁷⁹. Lorsque les intérêts sont payés dans les délais, les intérêts du prêteur sont *a priori* sauvegardés, si bien qu'il convient de « ne pas admettre trop extensivement » une résiliation pour justes motifs⁷⁸⁰.
- 408 En cas de durée indéterminée, et sauf disposition contraire, le prêteur peut résilier le contrat de prêt à tout moment en respectant un délai de six semaines (art. 318 CO)⁷⁸¹. A noter que les contrats de prêts à durée indéterminée sont relativement rares en pratique⁷⁸². En tout état de cause, les parties seront bien

⁷⁷⁴ ATF 76 II 144, JdT 1951 I 144.

⁷⁷⁵ ATF 128 III 428, JdT 2005 I 284, consid. 3.

⁷⁷⁶ GLANZMANN, *Darlehensvertrag*, p. 7.

⁷⁷⁷ CR CO I-BOVET/RICHA, art. 318 N 1.

⁷⁷⁸ BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 54 ; BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 318 N 24. Voir aussi ATF 128 III 428, JdT 2005 I 284 duquel il ressort que l'art. 27 CC permet la résiliation anticipée d'un contrat de durée, pour de justes motifs, même en l'absence de disposition légale expresse.

⁷⁷⁹ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 202.

⁷⁸⁰ *Ibid.*

⁷⁸¹ GLANZMANN, *Darlehensvertrag*, p. 7 ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 37.

⁷⁸² CR CO I-BOVET/RICHA, art. 318 N 1.

avisées de prévoir les cas de résiliation et les modalités de la résiliation subséquente⁷⁸³, que nous abordons dans les lignes qui suivent.

Il est possible d'octroyer un droit de résiliation absolu à l'une des parties (ou aux deux), ce qui permettra au titulaire de résilier en tout temps, sans délai, et sans conditions⁷⁸⁴. On pourrait imaginer que le bailleur de fonds, en position de force lors des négociations, tente de s'arroger un tel droit ; nous déconseillons toutefois fortement un tel mécanisme, qui pourrait, selon les circonstances, mettre la société dans une situation peu enviable. A la place, des conditions de résiliation peuvent être définies ; lorsque ces dernières ne sont pas remplies, le contrat ne peut être résilié. On pense bien sûr à l'écoulement d'une certaine durée, mais aussi à l'atteinte de certains objectifs (chiffre d'affaires, bénéfice, commercialisation du produit, etc.⁷⁸⁵), le non-respect des *covenants* ou une violation contractuelle⁷⁸⁶. Comme mentionné ci-dessus, il est essentiel que la société puisse résilier le contrat de prêt, en particulier lorsqu'elle a accordé certains droits spécifiques aux prêteurs ; on pense ici notamment aux droits d'information allant plus loin que le minimum légal.

Pour améliorer la stabilité des fonds de la société et ne pas l'exposer à une soudaine obligation de remboursement, il est recommandé de prévoir explicitement à quelles conditions le prêt peut être résilié. En pratique, on nomme les clauses permettant de résilier le prêt avant la fin de la durée déterminée des *acceleration clauses*. Dans le financement de jeunes sociétés, les clauses d'accélération concernent notamment le fait de ne pas avoir atteint certains objectifs ou *milestones*, les cas de perte de capital et surendettement, de défaut croisé, de changement de contrôle de la société, de vente de la majorité des titres ou des actifs, les cas de fusion, scission et acquisition, le désengagement d'un investisseur-clé ou encore la décision d'effectuer un nouveau tour de financement⁷⁸⁷.

⁷⁸³ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 53.

⁷⁸⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 253.

⁷⁸⁵ Pour une liste extensive d'objectifs et *milestones* possibles, cf. VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 215 ss.

⁷⁸⁶ BAUEN/ROUILLER, p. 287 ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 37 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 253s.

⁷⁸⁷ BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*, p. 561 ; ENZ/RAVARA, p. 8 ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 37 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 254 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 223s.

409

410

- 411 Enfin, en cas de faillite de la jeune société, il s'agit de déterminer quel est le sort du contrat de prêt⁷⁸⁸. La loi ne mentionne pas expressément ce cas de figure, si bien que c'est le régime général de l'art. 208 LP qui s'applique⁷⁸⁹. Ainsi, le contrat de prêt, de durée déterminée ou indéterminée, est automatiquement résilié lors du prononcé de faillite et doit être remboursé⁷⁹⁰.

VII. Litiges

- 412 Les obligations des parties sont claires et explicites ; souvent, lorsque la jeune société ne s'acquitte pas de ses obligations, c'est simplement parce qu'elle en est incapable. Dans un tel cas, il est fort probable que le surendettement soit réalisé, ou sur le point de l'être. Précisons encore que le fait pour une société de se trouver en situation de surendettement selon l'art. 725 al. 2 CO constitue un cas d'insolvabilité au sens de la loi, sans que l'on doive se trouver en présence d'une faillite ou d'un concordat⁷⁹¹.

A. Demeure

- 413 Lorsque l'une des parties ne remplit pas les obligations découlant du contrat de prêt, les règles générales sur la demeure s'appliquent⁷⁹². Ainsi, la société qui ne rembourse pas le montant emprunté et/ou ne s'acquitte pas du paiement des intérêts peut être mise en demeure par l'interpellation du prêteur (art. 102 al. 1 CO). Souvent, des délais ont été convenus pour la restitution des fonds et/ou le paiement d'intérêts ; dans un tel cas, la seule expiration du délai suffit à la mise en demeure (art. 102 al. 2 CO).
- 414 Il s'agit d'une demeure pour le paiement d'une somme d'argent, si bien que la société en demeure s'expose au paiement d'un intérêt moratoire de 5%, même si un taux inférieur avait été fixé pour l'intérêt conventionnel (art. 104 al. 1 CO). Si la société ne s'exécute toujours pas, alors le prêteur doit procéder

⁷⁸⁸ Pour les cas où le capital n'a pas encore été mis à disposition (« *Valutierung* ») de la société par le bailleur de fonds, alors c'est le régime de l'art. 316 CO qui s'applique : le prêteur peut valablement refuser de s'exécuter.

⁷⁸⁹ BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 318 N 26a.

⁷⁹⁰ ATF 36 II 534.

⁷⁹¹ BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 316 N 9 ; CR CO I-BOVET/RICHA, art. 316 N 5. Comme le relève ENGEL, *Contrats*, p. 270 et les références citées, est déjà réputé insolvable l'emprunteur « qui est incapable, depuis un temps relativement long [...], d'effectuer régulièrement ses paiements à leur échéance ».

⁷⁹² MÜLLER, *Contrats*, p. 253.

selon les art. 107 ss CO, comme n'importe quel créancier « confronté à un débiteur qui n'honore pas ses obligations contractuelles »⁷⁹³. Le prêteur pourra ensuite maintenir le contrat et en demander l'exécution, ou le résoudre (art. 107 al. 2 CO)⁷⁹⁴.

Lorsqu'il est avéré que la situation de surendettement existait déjà à la conclusion du contrat et qu'elle était ignorée du prêteur lorsqu'il s'est exécuté, alors ce dernier devrait être en mesure d'invalidier le contrat pour erreur essentielle (art. 24 al. 1 ch. 4 CO) ou pour dol (art. 28 CO)⁷⁹⁵. Après la conclusion du contrat et lorsque le prêteur ne s'est pas encore exécuté, il peut se refuser à mettre les fonds à disposition si la jeune société est devenue insolvable entre temps, ou qu'elle l'était déjà avant la conclusion du contrat mais qu'il ne le savait pas (art. 316 al. 1 et 2 CO). Ces éléments peuvent se révéler déterminants puisqu'il arrive fréquemment que les jeunes sociétés soient en situation précaire au niveau financier, sans que les administrateurs n'effectuent l'avis au juge (*cf.* N 98).

415

B. Responsabilité dans la gestion et l'administration

Il est admis que le créancier social ne peut pas intentar une action en responsabilité dans la gestion et l'administration (art. 754 CO) tant que la société débitrice est solvable⁷⁹⁶. En effet, dans un tel cas, la société reste « en mesure d'honorer ses engagements »⁷⁹⁷. Ainsi, c'est uniquement lorsque la société tombe en faillite qu'une telle action s'offre au prêteur, ce qui lui permettra de faire valoir son dommage indirect (ou « par ricochet »)⁷⁹⁸. En définitive, les prêteurs ne pourront agir que lorsque la société est devenue insolvable (art. 757 al. 1 CO) et qu'un cas de responsabilité est réalisé⁷⁹⁹.

416

⁷⁹³ BUTTICAZ, *Insolvabilité*, p. 76.

⁷⁹⁴ CR CO I-THÉVENOZ, art. 107 N 26.

⁷⁹⁵ BUTTICAZ, *Insolvabilité*, p. 76s. ; ENGEL, *Contrats*, p. 270.

⁷⁹⁶ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 662.

⁷⁹⁷ ATF 132 III 564, consid. 3.1.2.

⁷⁹⁸ ATF 132 III 564, consid. 3.1.2 ; TF 4C.142/2004 du 4 octobre 2004. Pour plus de détails quant à ces actions, *cf.* CR CO II-CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, art. 754 N 55 ss.

⁷⁹⁹ CR CO II-CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, art. 757 N 3 ss ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 662.

C. Droit applicable, for et tribunal arbitral

- 417 Les parties prendront soin de préciser que le droit applicable au contrat de prêt est le droit suisse (art. 15 al. 2 et 116 LDIP). À défaut, c'est l'art. 117 LDIP qui nous renseigne à ce sujet, ce qui peut s'avérer problématique pour la jeune société. Comme l'a confirmé le Tribunal fédéral en 2014, dans le contexte d'un contrat de prêt de consommation, le critère de rattachement pertinent est la résidence habituelle de la partie qui doit fournir la prestation caractéristique (art. 117 al. 2 LDIP), en l'occurrence celle du prêteur⁸⁰⁰.
- 418 En conséquence, les parties reconnaîtront généralement le siège de la société comme for juridique, par une prorogation de for⁸⁰¹. La prorogation de for exige la forme écrite (art. 23 al. 1 CL, art. 5 al. 1 LDIP et art. 17 CPC), puisque le litige porte évidemment sur une matière patrimoniale.
- 419 Une clause arbitrale n'a, selon nous, que peu de sens, dans le contexte d'un contrat de prêt. En effet, les obligations sont claires et simples à exécuter, et il existe, en définitive, peu de place à l'interprétation des clauses contractuelles. En réalité et comme nous l'avons vu, une inexécution résulte souvent de l'impossibilité de la jeune société de faire face à ses obligations. Une clause de médiation pourrait enfin être envisagée, pour tenter de trouver une voie amiable avant l'ouverture d'une procédure judiciaire⁸⁰².

VIII. Le cas particulier du prêt d'actionnaire

A. Notion

- 420 Le prêt d'actionnaire est un prêt accordé à la société, mais consenti par l'un de ses actionnaires. En raison du fait que le prêt d'actionnaire est souvent utilisé lorsque la société rencontre des difficultés financières, on y recourra fréquemment pour le financement de jeunes sociétés, qui manquent, par définition, de capitaux⁸⁰³.
- 421 Rien ne s'oppose à ce que l'actionnaire prête de l'argent à sa société. En effet, du point de vue du droit contractuel et du droit des sociétés, la société peut

⁸⁰⁰ ATF 140 III 456, consid. 2.2.2 ; ATF 128 III 295 consid. 2a.

⁸⁰¹ Au niveau international, art. 23 CL, subsidiairement 5 LDIP. Au niveau national, art. 17 CPC.

⁸⁰² Cela se fait en insérant une clause prévoyant que l'aide d'un médiateur sera requise, par exemple auprès de la SDM-FSM.

⁸⁰³ BERSHEDA VUCUROVIC, *Révision*, p. 249.

emprunter à qui elle souhaite et l'actionnaire est libre d'accorder un prêt à la société. Les conditions du prêt en ce qui concerne le taux d'intérêt, le remboursement ou encore les garanties, doivent être celles qui auraient été convenues entre tiers indépendants (principe du « *arm's length* »)⁸⁰⁴.

Il est aussi possible que le prêt accordé par un actionnaire à la société soit considéré comme des fonds propres, d'un point de vue économique (« *eigenkapitalähnliche Wirkung* »). On se trouve dans un tel cas de figure lorsque les fonds étrangers ne sont pas garantis et sont de rang inférieur et postposés (« *Rang- oder Stundungsrücktritt* ») au sens de l'art. 725 al. 2 CO⁸⁰⁵, à l'instar du prêt mezzanine (cf. N 1332). A noter que le prêt d'actionnaire est considéré par une partie de la doctrine et dans certaines circonstances, comme du financement hybride⁸⁰⁶ puisqu'il peut, selon les cas et comme nous l'abordons ci-après, être qualifié de quasi fonds propres.

422

B. Parties

Comme son nom l'indique, le prêt d'actionnaire est un prêt qui est octroyé par un actionnaire à la société dont il détient des parts du capital-actions. Le prêteur est donc un actionnaire, et la société prend le rôle d'emprunteur.

423

C. Taux d'intérêt

Lorsque le prêt a été accordé par un actionnaire, le taux d'intérêt ne peut pas être choisi librement, pour des raisons fiscales. En effet, l'AFC publie chaque année les taux d'intérêt acceptables (entre 0.75% et 3%) lors de prêts d'actionnaires ou d'associés⁸⁰⁷. Lorsque le taux est trop bas, on requalifiera une partie des montants comme un apport dissimulé de capital ; lorsque le taux est trop élevé – c'est-à-dire lorsque la société paie trop d'intérêts –, une partie du montant sera considérée comme une distribution dissimulée de dividendes. En effet, lorsque la jeune société paie des intérêts « à un taux surfait »⁸⁰⁸, elle procure à l'actionnaire une prestation appréciable en argent, soumise notamment à l'impôt anticipé.

424

⁸⁰⁴ TF 2P.280/2001 du 30 avril 2002, consid. 3.1 ; GLANZMANN, *Darlehensvertrag*, p. 9.

⁸⁰⁵ FRICK, *Private Equity*, p. 260.

⁸⁰⁶ BANIK ET AL., p. 17 ; BRODA, *Mezzanine finance*, p. 979 ; VOLKART, *High Yield*, p. 1234s.

⁸⁰⁷ Lettre-circulaire taux d'intérêt 2018, p. 1.

⁸⁰⁸ *Ibid.*

425 En dehors de ces considérations fiscales, le taux d'intérêt accordé à un actionnaire pour la mise à disposition de fonds est fixé librement par les parties, en vertu de la dualité juridique existant entre la société et ses actionnaires. Toutefois, comme le formule le Tribunal fédéral, « on ne peut pas s'en tenir sans réserve à l'existence formelle de deux personnes juridiquement distinctes lorsque tout l'actif ou la quasi-totalité de l'actif d'une société anonyme appartient soit directement, soit par personnes interposées, à une même personne, physique ou morale; malgré la dualité de personnes à la forme, il n'existe pas des entités indépendantes, la société étant un simple instrument dans la main de son auteur, qui, économiquement, ne fait qu'un avec elle »⁸⁰⁹. Il s'agit du concept du « *Durchgriff* » (levée du voile corporatif), permettant d'atteindre l'actionnaire se tenant derrière la société⁸¹⁰, lorsque ces deux forment, conformément à la réalité économique, une identité de personnes⁸¹¹. Il découle de ce qui précède qu'un taux d'intérêt trop élevé accordé à un actionnaire largement dominant et portant une atteinte manifeste à des intérêts légitimes⁸¹², par exemple ceux des employés ou des créanciers sociaux, pourrait entraîner la responsabilité de l'actionnaire, en tant qu'il s'agit d'un abus de droit (art. 2 al. 2 CC). Une telle atteinte pourra être principalement retenue dans le cas de prêts d'assainissement, lorsque la société ne parvient plus à s'acquitter de ses dettes sociales et que le prêt d'actionnaire est rémunéré selon des conditions trop avantageuses.

D. Aménagement

426 Il serait tout à fait envisageable de prévoir qu'un actionnaire prête à la société en plusieurs tranches; chaque tranche ne devient exigible que lorsque certaines conditions convenues à l'avance sont réalisées. Si la société tombe en faillite, l'actionnaire ne devra plus verser les tranches suivantes – il pourra si besoin s'appuyer sur l'art. 316 CO. Il pourra parallèlement produire dans la faillite les montants prêtés⁸¹³.

427 Une multitude d'autres modalités peuvent être définies, à l'instar d'un prêt ordinaire: on pense notamment au droit de conversion ou d'option, à la subordination, à l'octroi de certaines garanties, etc. Nous renvoyons le lecteur

⁸⁰⁹ TF 5A_175/2010 du 25 mai 2010, consid. 3.3.4.

⁸¹⁰ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 4.

⁸¹¹ ATF 121 III 319 consid. 5.

⁸¹² TF 5A_175/2010 du 25 mai 2010, consid. 3.3.4.

⁸¹³ JACCARD/BARUH, p. 286.

aux sections pertinentes à ce sujet, que cela soit dans le cadre du financement par fonds étrangers ou hybride.

E. Prêt d'assainissement

1. Notion

Lorsque la société se trouve en situation de perte de capital ou de surendettement (art. 725 al. 1 et 2 CO), un assainissement doit être envisagé. Ce dernier doit être recherché rapidement et être ciblé⁸¹⁴. Il arrive qu'un prêt soit accordé par un actionnaire principal, à des fins d'assainissement. Ce prêt d'assainissement ne doit toutefois pas être considéré comme un prêt ordinaire du point de vue de l'ordre de priorité des créanciers, particulièrement en cas de surendettement, de faillite et de liquidation. Il est donc subordonné et postposé aux autres créances. Ce n'est pas pour autant qu'il s'agit d'un prêt « fictif » ou « simulé », visant à dissimuler un apport en capital ou le versement de dividendes⁸¹⁵.

428

Lorsque le prêt d'assainissement remplit toutes les caractéristiques d'un apport en fonds propres, deux courants de pensées s'affrontent : certains auteurs sont de l'avis que le prêt d'assainissement doit être intégralement requalifié en fonds propres, alors que d'autres nuancent en considérant que le prêt d'assainissement doit uniquement être subordonné et postposé aux autres dettes de la société⁸¹⁶.

429

2. Requalification

En principe, le prêt effectué par un actionnaire n'est pas problématique. Toutefois, lorsque le prêt est accordé pour éviter la faillite de la société, il est assorti de conditions extrêmement favorables pour la société. Se pose la question de savoir dans quelle mesure le prêt d'assainissement devra être requalifié en « prêt substitutif de capital » (« *eigenkapitalersetzendes Gesellschaftsdarle-*

430

⁸¹⁴ FEUZ-RAMSEYER, *Assainissement*, p. 87.

⁸¹⁵ GLANZMANN, *Darlehensvertrag*, p. 9 et les références citées.

⁸¹⁶ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 232s. ; HOLD, *Kapitalersetzendes Darlehen*, p. 109 ss.

hen », « *kapitalersetzendes Darlehen* »)⁸¹⁷. On rencontre aussi les termes d'« apports dissimulés » ou de « quasi fonds propres »⁸¹⁸.

431 Ce genre de prêt, formellement considéré comme des fonds étrangers, peut être assimilé à du capital propre dissimulé en cas de liquidation forcée. Autrement dit, en cas de faillite, le prêt d'assainissement est considéré non pas comme des fonds étrangers, mais comme du capital-risque ; cela signifie que les prétentions de l'actionnaire en tant que prêteur sont transformées en un droit à un dividende de faillite, après que les autres créanciers ont été désintéressés⁸¹⁹.

432 Selon DALLÈVES, les conséquences de l'assimilation du prêt au capital propre sont une postposition après toutes les autres créances, mêmes celles postposées conventionnellement ; autrement dit, il s'agit d'une nouvelle classe de créance⁸²⁰, se trouvant réellement au bas de l'échelle, uniquement prioritaire par rapport aux fonds propres.

3. Subordination

433 Lorsqu'un actionnaire prête de l'argent à la société pour faire face à un besoin urgent de liquidités, de plus en plus d'auteurs argumentent qu'on se trouve face à une « subordination involontaire » de la créance⁸²¹ et non face à un prêt d'assainissement devant être considéré comme du capital-risque⁸²², comme abordé ci-dessus. En d'autres termes, le prêt pourra être remboursé seulement une fois que les autres dettes ont été payées.

434 La pratique, tout comme la doctrine, reste peu uniforme à ce sujet. Actuellement, il est encore difficile de savoir quand et à quelles conditions un prêt d'actionnaire à une société en difficulté doit être considéré comme postposé⁸²³.

⁸¹⁷ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 232 ; BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 906 ; SPRECHER/SOMMER, p. 554. Voir aussi à ce sujet l'arrêt TF 4A_496/2010 du 14 février 2011 ainsi que la thèse de HOLD.

⁸¹⁸ CHENAUX/PFISTER, p. 144 ; STÖCKLI, *Darlehen*, p. 664 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 147. Voir aussi MÜLLER, *Eigenkapitalersetzende Darlehen*, p. 135 ss.

⁸¹⁹ Pour tout le paragraphe, CHENAUX/PFISTER, p. 144 ; STÖCKLI, *Darlehen*, p. 664. *Contra* JACCARD/BARUH, p. 287.

⁸²⁰ DALLÈVES, *L'actionnaire créancier*, p. 56.

⁸²¹ Cf. BAHAR, *Créanciers*, p. 491s.

⁸²² VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 147.

⁸²³ BAHAR, *Créanciers*, p. 492.

4. Controverse

D'un côté, il est vrai que les prêts d'assainissement visent à esquiver la faillite, en remettant la société à flot, permettant ainsi d'éviter l'avis au juge. Malheureusement, le prêt d'assainissement ne parvient pas forcément à régler les problèmes de fond⁸²⁴, ce qui peut mettre en péril les droits des créanciers, ces derniers se trouvant alors en concours avec les actionnaires nouvellement créanciers⁸²⁵. De plus, en évitant le surendettement, la société évite la faillite et continue son activité : elle risque de dépenser le peu d'actifs restants et même d'augmenter son passif⁸²⁶.

435

D'un autre côté, ce genre de financement étranger peut s'avérer extrêmement bénéfique et salvateur pour la société, et donc pour les créanciers. Nous partageons l'avis de POGGIO/ZIHLER, selon lequel le prêt d'assainissement, en tant qu'il sert l'intérêt de la société et donc des créanciers, ne devrait pas se voir péjoré, ni par une subordination aux autres créances, ni par une requalification en capital propre⁸²⁷.

436

5. Alternatives

Lorsque la jeune société rencontre des difficultés financières et que des mesures d'assainissement doivent être prises, les actionnaires ont plusieurs possibilités : ils peuvent bien évidemment réinjecter des fonds dans la société, par le biais de l'augmentation de capital, d'agios ou d'apports à fonds perdus. De tels apports seront en règle générale effectués en espèces⁸²⁸.

437

Il est aussi possible d'effectuer une réduction déclarative du capital-actions pour effacer une perte. Il existe une procédure simplifiée pour cette éventualité (art. 735 CO). Il est toutefois impératif que le capital-actions ne soit pas réduit en dessous de CHF 100'000 (art. 732 al. 5 CO). Les actionnaires pourront décider de faire un « coup d'accordéon »⁸²⁹, c'est-à-dire une réduction et augmentation simultanée du capital-actions, ce qui permet de supprimer les pertes et de procurer de nouvelles liquidités à la société⁸³⁰. Les actionnaires qui ne

438

⁸²⁴ STÖCKLI, *Darlehen*, p. 662.

⁸²⁵ DALLÈVES, *L'actionnaire créancier*, p. 40.

⁸²⁶ *Ibid.*

⁸²⁷ POGGIO/ZIHLER, p. 10.

⁸²⁸ CHENAUX/PFISTER, p. 138s.

⁸²⁹ ATF 138 III 204, JdT 2013 II 356 : une telle procédure doit impérativement avoir un but d'assainissement. Cet arrêt aborde aussi les conditions dans lesquelles un but d'assainissement est reconnu.

⁸³⁰ CR CO II-HEINZMANN, art. 732 N 9.

souhaitent pas participer à l'augmentation du capital perdront l'ensemble de leurs droits et de leurs titres⁸³¹. Autre solution, les actionnaires pourront procurer des fonds à la société sans aucune contrepartie, par le biais de la contribution à fonds perdus⁸³², ce qui augmentera les actifs sans effet sur les passifs. Cela évite la mauvaise publicité et les coûts liés à des augmentations ou réductions de capital⁸³³. Enfin, les actionnaires peuvent couvrir personnellement les engagements de la société, au moyen de sûretés réelles et/ou personnelles (*cf.* N 370 ss)⁸³⁴.

Chapitre 3 : Crédit bancaire

I. Notion

A. Définition

439 Le crédit bancaire est un crédit accordé par un établissement bancaire. Lorsqu'un tel crédit est accordé à une société, on parle de « crédit commercial ». L'octroi de crédits est l'une des activités traditionnelles des banques⁸³⁵ ; cette activité constitue « la partie centrale de leurs opérations actives »⁸³⁶. Les opérations actives désignent toutes les opérations que l'on inscrit à l'actif du bilan

⁸³¹ CHENAUX/PFISTER, p. 143 ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 292.

⁸³² CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 725 N 34.

⁸³³ CHENAUX/PFISTER, p. 144 ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 292.

⁸³⁴ CHENAUX/PFISTER, p. 145.

⁸³⁵ TF 4A_642/2016 du 27 juin 2016, consid. 2.5.3 : « *bei der Darlehensgewährung [geht es] vor allem darum [...], finanzielle Mittel anzulegen und dadurch Erträge zu erzielen, wie dies insbesondere im Bankgeschäft mit einer Darlehensgewährung üblicherweise bezweckt wird. Denn diesfalls kommt es für die Beurteilung, ob es sorgfaltspflichtwidrig war, das entsprechende Darlehen zu gewähren, auf der Risikoseite in der Tat auf Gesichtspunkte wie das Ausfallrisiko des Schuldners, die (fehlende) Einräumung von Sicherheiten, die Relation zur eigenen finanziellen Lage sowie eine genügende Diversifikation bzw. das Vermeiden eines Klumpenrisikos an, während auf Seite der Chancen primär der mögliche Zinsertrag zu Buche schlägt* ».

⁸³⁶ BAUEN/ROUILLER, p. 253.

des banques, autrement dit tous les crédits accordés, ainsi que les placements qu'elles font pour leur propre compte⁸³⁷.

Le contrat de crédit bancaire n'est pas spécialement réglementé par la loi. C'est donc le contrat de prêt de consommation (art. 312 ss CO) qui « constitue la relation contractuelle de base dans la plupart des opérations de crédit bancaire »⁸³⁸. Plus précisément, les contrats de prêt passés dans le cadre du financement d'une jeune entreprise sont souvent des crédits en espèces (« *Geldkredite* ») sous forme d'avances (« *Vorschüsse* »)⁸³⁹. Partant, le capital peut être transmis comptant ou par l'ouverture et la mise à disposition d'un compte bancaire ou postal⁸⁴⁰.

Rappelons enfin qu'il ne faut pas confondre le contrat de crédit avec les crédits d'engagement. Dans ce dernier cas, la banque contracte uniquement des engagements en faveur du client, sans fournir de prestations en espèces (crédit contre cautionnement, crédit d'aval)⁸⁴¹. Il faut aussi distinguer le contrat de crédit du contrat d'ouverture de crédit. Ce type de contrat donne alors au client le droit mais non l'obligation d'utiliser le crédit⁸⁴². Au surplus, le crédit peut être accordé à court ou à long terme, garanti ou en blanc, avec ou sans échéance de remboursement et/ou donné avec une finalité plus ou moins précise⁸⁴³.

B. Objet

Le crédit bancaire permet de financer deux besoins : le besoin en fonds de roulement et le besoin d'investissement⁸⁴⁴.

⁸³⁷ *Ibid.*

⁸³⁸ CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312 N 1. Voir aussi BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 312 N 7. On applique les dispositions générales du CO ainsi que les dispositions spéciales du contrat de prêt de consommation (art. 312 ss CO) et parfois du contrat de mandat (art. 394 ss CO), cf. BAUEN/ROUILLER, p. 255.

⁸³⁹ FRICK, *Private Equity*, p. 260 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 937.

⁸⁴⁰ FRICK, *Private Equity*, p. 260 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216.

⁸⁴¹ BAUEN/ROUILLER, p. 256.

⁸⁴² *Ibid.*

⁸⁴³ LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 830.

⁸⁴⁴ BCGE, *Financement des entreprises*, p. 20.

1. Besoin en fonds de roulement

443 Le fonds de roulement correspond à une somme d'argent constamment disponible, permettant de couvrir les dépenses courantes et les coûts de production. Le besoin en fonds de roulement (ci-après : BFR) est donc le décalage entre les décaissements et les encaissements. Dans le cadre d'une jeune société, le BFR sera positif, ce qui signifie que l'activité génère un flux négatif de trésorerie. La société doit donc trouver des fonds pour le combler. Pour ce type de besoin, c'est en général un crédit en compte courant ou une avance à terme fixe qui sont utilisés, lorsque cela est envisageable⁸⁴⁵, c'est-à-dire lorsque la banque consent à une telle ligne de crédit.

2. Besoin d'investissement

444 Ce besoin concerne les actifs immobilisés ayant une longue durée de vie. Pour le financement d'investissements à moyen terme, on passera généralement par le prêt à terme⁸⁴⁶. Pour l'acquisition de locaux, on choisit généralement le prêt hypothécaire commercial⁸⁴⁷. Chez les jeunes sociétés, les crédits seront principalement accordés en vue du financement à long terme de biens d'équipement (aussi dits « biens d'investissement »)⁸⁴⁸.

C. Rating

445 Pour espérer obtenir le financement bancaire, le fondateur devra « motiver et indiquer clairement son besoin financier »⁸⁴⁹. Cela permettra d'obtenir une cote de solvabilité (« rating »⁸⁵⁰). La manière de calculer le *rating* est propre à chaque établissement bancaire et se base sur plusieurs facteurs⁸⁵¹ ; ces facteurs

⁸⁴⁵ BCGE, *Financement des entreprises*, pp. 13 et 20 ; Entretien avec M. TINEMBART.

⁸⁴⁶ Entretien avec M. Tinembart.

⁸⁴⁷ BCGE, *Financement des entreprises*, p. 13.

⁸⁴⁸ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-bancaires.html>> (consulté le 27 juin 2019). ; UBS, *Leasing de biens d'investissement* <<https://www.ubs.com/ch/fr/swissbank/entreprises/finance/leasing/biens-investissement.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁸⁴⁹ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁸⁵⁰ Le *rating* est établi par l'établissement bancaire. Il correspond à l'allocation d'une classe de risque représentant un intervalle de probabilité de défaut à un objet de notation, cf. CLIVAZ, *Crédits bancaires*, p. 447s.

⁸⁵¹ HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 937.

restent d'ailleurs confidentiels⁸⁵². Le plan financier devra démontrer un flux de revenus futurs suffisants à couvrir les intérêts⁸⁵³.

Même si les banques ne dévoilent pas les détails des méthodes utilisées pour calculer le *rating*, on sait tout de même qu'elles utilisent une approche qualitative, tout en s'appuyant sur une méthode quantitative⁸⁵⁴. 446

1. Analyse qualitative

Il s'agit de comprendre la société : on commence par s'intéresser aux compétences et à la réputation du fondateur, des dirigeants et du *management*, ainsi qu'à la stratégie qu'ils adoptent⁸⁵⁵. On nomme cette analyse des qualités personnelles « l'honorabilité »⁸⁵⁶. 447

On analyse ensuite le secteur d'activités, la clientèle, la position sur le marché ou encore la concurrence existante⁸⁵⁷. Enfin, le *business plan* ainsi que les prévisions – c'est-à-dire « l'augmentation du chiffre d'affaires rendue possible par l'investissement »⁸⁵⁸ – sont évalués⁸⁵⁹. Par cette analyse, il s'agit en fait de comprendre le fonctionnement de l'entreprise. On considère qu'un prêteur diligent doit requérir de la société qu'il compte financer les documents suivants : un extrait du registre du commerce, un extrait de l'office des poursuites, le bilan et comptes de résultats, le *business plan* ainsi qu'une copie de la dernière déclaration fiscale⁸⁶⁰. 448

Selon MASON/STARK, cette analyse qualitative est bien moins importante pour la banque lorsque des sûretés sont fournies. Autrement dit, les considérations financières prendront le pas sur les considérations qualitatives⁸⁶¹. 449

⁸⁵² Entretien avec M. TINEMBART.

⁸⁵³ BERGER MEYER/LEDERMANN, p. 448.

⁸⁵⁴ CCI, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 97.

⁸⁵⁵ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-bancaires/ratings-solvabilite.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁸⁵⁶ BAUEN/ROUILLER, p. 255 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 938.

⁸⁵⁷ CCI, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 97 ; MÜLLER, *Härter gewordenen Umfeld*, p. 460.

⁸⁵⁸ CCI, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 97.

⁸⁵⁹ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-bancaires/ratings-solvabilite.html>> (consulté le 27 juin 2019). Pour connaître le contenu qu'un *business plan* doit avoir pour satisfaire aux exigences d'une banque, cf. BCGE, *Financement des entreprises*, p. 10.

⁸⁶⁰ JEANNERET/HARI, N 28.

⁸⁶¹ MASON/STARK, p. 230.

2. Analyse quantitative

450 En plus de comprendre le fonctionnement, c'est aussi la capacité de l'emprunteur de supporter la charge financière qui est examinée. Cette capacité de crédit dépend des fonds propres du requérant, de ses revenus, ainsi que du secteur économique auquel touche le crédit⁸⁶². On se réfère pour cela à des ratios financiers, souvent basés sur le *cash-flow*, le chiffre d'affaires ou les fonds propres⁸⁶³. La banque tentera en outre d'estimer le *cash-flow* prévisionnel⁸⁶⁴. En dernier lieu, la banque s'intéressera à la solvabilité du requérant. Ce dernier facteur est déterminant quant à la décision d'octroyer ou non le crédit⁸⁶⁵.

D. Mise à disposition

451 La mise en œuvre du crédit bancaire peut se faire de plusieurs manières. Si, sur le principe, le crédit est accordé par la banque, alors la forme du crédit pourra varier⁸⁶⁶, comme démontré ci-dessous. Aux parties de choisir la solution la plus adaptée aux besoins de la jeune société ; à noter que les diverses formes de crédit pourront être combinées.

1. Remise d'espèces

452 La banque pourrait, théoriquement, remettre des espèces physiquement au prêteur⁸⁶⁷. Toutefois, en pratique, cela ne se rencontre qu'extrêmement rarement⁸⁶⁸.

⁸⁶² BAUEN/ROUILLER, p. 255 ; DEFR, *Financement*
<<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-bancaires/ratings-solvabilite.html>> (consulté le 27 juin 2019) ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 93.

⁸⁶³ CCIG, *Guide du créateur d'entreprise*, p. 97 ; MÜLLER, *Härter gewordenen Umfeld*, p. 459.

⁸⁶⁴ BCGE, *Financement des entreprises*, p. 9.

⁸⁶⁵ BAUEN/ROUILLER, p. 255.

⁸⁶⁶ Entretien avec M. TINEMBART.

⁸⁶⁷ CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312 N 17.

⁸⁶⁸ BSK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 312 N 7.

2. Avance à terme fixe ou prêt à terme

Le crédit bancaire peut être accordé sous forme d'avance à terme fixe (aussi connu sous le nom de « prêt d'argent à terme »⁸⁶⁹) (art. 312 ss CO). Il s'agit de la forme de crédit la plus connue⁸⁷⁰. L'avance est versée en une seule fois ; elle est généralement accordée pour une durée allant d'un à douze mois⁸⁷¹ et permet, dans les faits, de disposer d'une réserve de liquidités et de financer les actifs circulants sur le court terme. 453

Lorsque l'avance est faite pour une durée supérieure, on parle alors de « prêt à terme »⁸⁷². Ce dernier type d'avance peut être accordée aux jeunes entreprises, mais uniquement moyennant cautionnement, généralement de la part du fondateur. Il servira principalement à financer les biens d'investissement. C'est une solution pour le moyen terme, puisque la durée sera supérieure à un an⁸⁷³, et généralement de 2 à 7 ans⁸⁷⁴. 454

Dans les faits, la banque transfère un certain montant à la société, qui s'engage à le rembourser à une échéance prédéterminée⁸⁷⁵, en général au-delà d'un an⁸⁷⁶. A noter que, même si l'avance à terme fixe est placée sur un compte courant, il ne s'agit pas d'un crédit en compte courant⁸⁷⁷. L'intérêt est fixe et le remboursement a lieu en une fois, ou par acomptes ou annuités dans un délai déterminé⁸⁷⁸. Le prêteur peut adresser une réclamation à l'emprunteur. Ce dernier a alors six semaines pour restituer le capital ainsi que les intérêts échus. Dans certains cas, le contrat contient une clause disposant que ledit contrat vaut reconnaissance de dette ; il est ainsi possible d'exiger le remboursement à la première réquisition⁸⁷⁹, puisqu'une telle reconnaissance de dette vaut alors titre de mainlevée provisoire au sens au sens de l'art. 82 al. 1 LP. 455

⁸⁶⁹ BAUEN/ROUILLER, p. 257.

⁸⁷⁰ LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 852.

⁸⁷¹ BCGE, *Financement des entreprises*, pp. 13, 20 et 24 ; Entretien avec M. TINEMBART.

⁸⁷² Entretien avec M. TINEMBART.

⁸⁷³ Entretien avec M. TINEMBART.

⁸⁷⁴ BCGE, *Financement des entreprises*, pp. 15 et 24.

⁸⁷⁵ BAUEN/ROUILLER, p. 257 ; MICHELETTI, *Unternehmensfinanzierung*, p. 231.

⁸⁷⁶ Entretien avec M. TINEMBART.

⁸⁷⁷ ATF 136 III 627, consid. 2 ; ATF 122 III 125 ; TF 5A_477/2011 du 10 octobre 2011.

⁸⁷⁸ TF 5A_477/2011 du 10 octobre 2011 ; BCGE, *Financement des entreprises*, p. 24 ; VEUILLET/ABBET, p. 159.

⁸⁷⁹ BAUEN/ROUILLER, p. 257.

3. Crédit en compte courant

456 La forme la plus répandue du crédit bancaire est le crédit en compte courant, qui permet de « garantir les liquidités »⁸⁸⁰ et de financer le BFR⁸⁸¹. Le crédit en compte courant permet à l'emprunteur d'effectuer plusieurs prélèvements dans la limite convenue par les parties⁸⁸². Il peut ensuite effectuer des dépôts sur le compte courant à titre de remboursement⁸⁸³. Le montant de la dette est donc « évolutif »⁸⁸⁴.

457 Ce contrat est soumis aux conditions générales de la banque, qui se réserve en principe le droit de dénoncer le contrat en tout temps⁸⁸⁵. Les relevés font état du solde, des opérations de débit et de crédit, ainsi que des intérêts, commissions et frais dus. Comme l'art. 117 CO al. 1 et 2 le relève, il y a novation lorsque le solde du compte a été arrêté et reconnu.

458 Le crédit en compte courant est un crédit d'exploitation, qui est octroyé en tant que crédit en blanc ou de crédit garanti⁸⁸⁶.

a. Crédit en blanc

459 Le crédit en blanc est un crédit pour lequel aucune garantie n'est exigée. Ce crédit sans couverture nécessite un examen consciencieux de la capacité d'endettement de l'emprunteur. Cet examen se base sur l'importance du capital propre ainsi que des bénéfices envisagés⁸⁸⁷. Vu les incertitudes que présente la jeune société, le crédit en blanc ne lui est que très rarement accordé⁸⁸⁸ ou alors uniquement pour des petits montants.

⁸⁸⁰ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-bancaires.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁸⁸¹ Entretien avec M. TINEMBART.

⁸⁸² LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 851.

⁸⁸³ BAUEN/ROUILLER, p. 256 ; MICHELETTI, *Unternehmensfinanzierung*, p. 231.

⁸⁸⁴ ATF 132 III 480, JdT 2007 II 75 ; VEUILLET/ABBET, p. 158.

⁸⁸⁵ BAUEN/ROUILLER, p. 256.

⁸⁸⁶ BAUEN/ROUILLER, p. 256 ; DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-bancaires.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁸⁸⁷ BAUEN/ROUILLER, p. 257.

⁸⁸⁸ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-bancaires.html>> (consulté le 27 juin 2019) ; Entretien avec M. TINEMBART.

b. Crédit garanti

Le crédit peut aussi être garanti par des valeurs courantes, comme des immeubles, des avoirs, des cautionnements de premier ordre ou des valeurs de rachat de polices d'assurances⁸⁸⁹. Lorsque le crédit est garanti par le nantissement de titres, en général des actions ou obligations, on parle alors de « crédit lombard »⁸⁹⁰. Ces titres sont en principe facilement réalisables⁸⁹¹.

460

4. Crédit hypothécaire

Le crédit hypothécaire est un crédit garanti par des sûretés immobilières⁸⁹². Il peut être accordé à une jeune société si la société ou toute autre personne (par exemple le fondateur) peut fournir une telle garantie.

461

5. Leasing

Le crédit bancaire peut être mis à disposition de la société par un leasing⁸⁹³. La banque finance l'acquisition du bien et demande ensuite des redevances périodiques à la société. Le leasing permettra principalement de financer les biens d'investissement (véhicules utilitaires, lignes de production, outillage, etc.)⁸⁹⁴. Nous reviendrons sur ce mode de financement par fonds étrangers dans la suite du travail.

462

6. Factoring

L'affacturage (« *factoring* ») est une forme de financement externe, adaptée aux jeunes sociétés qui ont déjà des commandes de clients. Il s'agit d'un contrat innommé par lequel la jeune société cède au factor (en général une banque) tout ou partie de ses créances à l'encontre de ses clients, ce qui permet d'obtenir un paiement intégral immédiat⁸⁹⁵ (majoré d'une commission

463

⁸⁸⁹ Entretien avec M. TINEMBART.

⁸⁹⁰ LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 851.

⁸⁹¹ BAUEN/ROUILLER, p. 257s.

⁸⁹² CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312 N 17.

⁸⁹³ Entretien avec M. TINEMBART.

⁸⁹⁴ UBS, *Leasing de biens d'investissement* <<https://www.ubs.com/ch/fr/swissbank/entreprises/finance/leasing/biens-investissement.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁸⁹⁵ BANIK ET AL., p. 18.

allant de 0.5 à 2%⁸⁹⁶) et supprime en principe le risque de défaut⁸⁹⁷. Autrement dit, cela permet une conversion anticipée en liquidités des créances clients. Il ne faut pas confondre le factoring avec la cession de créances à titre de garantie : dans ce deuxième cas, les créances clients servent uniquement à garantir le crédit bancaire.

464 Théoriquement, le *factoring* est particulièrement avantageux pour les jeunes sociétés, qui « ne peuvent ou ne veulent pas financer la croissance du chiffre d'affaires avec leurs propres liquidités ou avec des crédits bancaires »⁸⁹⁸. Il permet en effet à la société d'améliorer ses liquidités, puisque les créances, en tant qu'elles sont cédées au factor, sont immédiatement honorées par ce dernier. La société ne doit donc pas attendre que le client s'acquitte de son dû⁸⁹⁹. Cela part bien entendu du postulat que la jeune société n'est pas parvenue à obtenir des paiements à l'avance (acomptes) de la part de ses clients. Enfin, cela permet de décharger la jeune société d'une activité administrative encore malvenue en raison de son jeune âge. La comptabilité des débiteurs, l'envoi de rappels et le recouvrement de créances est effectué par le factor, permettant à la jeune société de se concentrer sur le développement de son idée porteuse⁹⁰⁰. Toutefois, il est rare que les jeunes sociétés détiennent suffisamment de créances clients pour que ce type de financement suffise⁹⁰¹ ; il devra ainsi fréquemment être combiné avec d'autres instruments. On considère que le factoring se justifie dès que la société réalise un chiffre d'affaires annuel de plus d'un million de francs⁹⁰².

⁸⁹⁶ DEFR, *Factoring* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/formes-speciales/factoring.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁸⁹⁷ ENGEL, *Contrats*, p. 796 ; MÜLLER, *Contrats*, p. 647.

⁸⁹⁸ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/formes-speciales/factoring.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁸⁹⁹ BANIK ET AL., p. 18 ; MÜLLER, *Contrats*, p. 647 ; REY, *Behandlung*, p. 292.

⁹⁰⁰ BANIK ET AL., p. 18 ; ENGEL, *Contrats*, p. 796 ; MÜLLER, *Contrats*, p. 647.

⁹⁰¹ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁹⁰² DEFR, *Factoring* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/formes-speciales/factoring.html>> (consulté le 27 juin 2019).

7. Microcrédit

Le microcrédit est un crédit accordé aux petites entreprises, employant généralement moins de dix personnes. Il s'agit d'un prêt de faible valeur permettant uniquement de démarrer un projet commercial⁹⁰³.

465

E. Le cas des jeunes sociétés

Alors que le crédit bancaire est envisageable pour une PME⁹⁰⁴, il ne sera que très rarement – voire jamais – octroyé à une société dans sa phase d'amorçage⁹⁰⁵. Plusieurs raisons expliquent cela : en premier lieu, il faut bien comprendre que la banque n'a pas, contrairement aux trois F ou à un *business angel*, d'attache émotionnelle au projet. Elle agit à titre purement professionnel, son but unique étant de générer un bénéfice de par son activité bancaire, en l'espèce en prêtant de l'argent à la jeune société. En second lieu, lorsqu'une banque consent un prêt, elle ne prête pas uniquement son propre argent mais aussi celui de ses clients et épargnants⁹⁰⁶ ; il est donc compréhensible qu'elle tente de réduire au maximum le risque de pertes. Comme le formule LOMBARDINI, « personne n'a droit [au] crédit »⁹⁰⁷.

466

En conséquence, pour savoir si elle consent à la ligne de crédit ou non, la banque va analyser le risque que présente le prêt⁹⁰⁸, à savoir 1) la capacité de la société à payer des intérêts régulièrement et 2) la présence de garanties permettant à la banque de récupérer les fonds prêtés en cas de liquidation de la société. Une jeune société pourra rarement remplir ces deux conditions : son *cash-flow* est encore négatif et elle ne dispose souvent pas d'actifs. Ce n'est que lorsque la société se trouve dans une phase d'expansion et/ou qu'elle possède des actifs pouvant servir à garantir le prêt qu'elle peut espérer obtenir une

467

⁹⁰³ Il n'existe pas de consensus en Suisse quant à la définition du microcrédit, cf. Rapport capital-risque 2012, p. 10. L'Union européenne considère pour sa part que la somme maximale d'un microcrédit est de 25'000 euros, cf. Rapport Commission 2014, p. 11.

⁹⁰⁴ BANIK ET AL., p. 115.

⁹⁰⁵ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 56 ; BEHR/WIRTH, p. 161 ; BONVIN, *Finance*, p. 178 ; GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 119 ; HAAG, *Finanzierung*, p. 268. Voir aussi BCGE, *Financement des entreprises*, p. 9, qui précise qu'elle n'accorde des crédits qu'aux sociétés dans leur phase de croissance et/ou de maturité.

⁹⁰⁶ Entretien avec M. TINEMBART.

⁹⁰⁷ LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 830.

⁹⁰⁸ BERNET/DENK, p. 162.

ligne de crédit bancaire⁹⁰⁹. Ces actifs peuvent être des créances, des stocks ou encore des immeubles.

468 Par ailleurs, encore très souvent, les jeunes sociétés parviennent difficilement à fournir des informations suffisamment fiables aux banques, notamment en ce qui concerne la qualité des boucllements financiers et l'expérience de la direction⁹¹⁰. En outre, il arrive encore fréquemment que le *management* des jeunes sociétés ne soit pas parfaitement au courant des diverses formalités administratives minutieuses qui doivent être suivies pour espérer obtenir un financement⁹¹¹.

469 Pour le cas où une jeune société parvient malgré tout à obtenir un crédit bancaire, la banque prêtera en général un tiers des capitaux recherchés par le fondateur. Dans la pratique, on parle à cet égard de « financement de trois tiers » : un tiers est amené par le fondateur, un tiers par une personne tierce, par exemple un investisseur, et enfin, un tiers par la banque sous forme de prêt. Cela permet de répartir le risque entre au moins trois parties. Ce type de répartition du risque est souvent utilisé dans le cadre de MBO⁹¹².

II. Parties

470 Les parties au contrat de crédit bancaire sont facilement définies, si bien que nous ne nous y attarderons pas. Il s'agit d'un côté de la banque, qui accorde le crédit, et de l'autre de la société, qui en bénéficie. Le fondateur, quand bien même il peut intervenir pour garantir le crédit, n'est pas partie au contrat de crédit bancaire⁹¹³.

III. Droits patrimoniaux

471 Les droits patrimoniaux sont le remboursement du montant prêté et le versement d'intérêts à titre de rémunération.

⁹⁰⁹ HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 5 ; MICHELETTI, *Unternehmensfinanzierung*, p. 231.

⁹¹⁰ Rapport cautionnement 2013, p. 23 ; BERNET/DENK, p. 167.

⁹¹¹ Entretien avec M. BEAUMONT.

⁹¹² Pour tout le paragraphe, Entretien avec M. TINEMBART.

⁹¹³ Entretien avec M. TINEMBART.

A. Remboursement

Ayant déjà eu l'occasion d'aborder la thématique du remboursement dans le chapitre précédent relatif au contrat de prêt, nous nous permettons d'y renvoyer le lecteur. Mentionnons uniquement que le montant initial du prêt est défini mais qu'il peut faire l'objet d'un amortissement.

472

B. Taux d'intérêt

Dans un contrat de crédit ou prêt bancaire, le taux d'intérêt peut être fixe ou variables (« *floaters* »)⁹¹⁴. Le montant du prêt doit en outre être remboursé « à une échéance déterminée ou sur dénonciation préalable »⁹¹⁵. On appelle aussi cela une « avance à terme fixe » ou « crédit à taux fixe »⁹¹⁶. Le taux d'intérêt que la société doit payer sur son crédit bancaire sert à rémunérer la banque. Il est calculé en fonction du *rating* et des facteurs suivants⁹¹⁷ :

473

1. **Coût du refinancement** : c'est le prix par lequel l'établissement bancaire peut se refinancer « pour une structure équivalente au crédit accordé sur le marché des capitaux ».
2. **Coût de gestion** : cela comprend les frais administratifs, la gestion, le traitement et l'analyse de la demande.
3. **Perte attendue** : on parle ici de la perte attendue sur toute la durée du crédit, et ce en fonction de la classe de risque.
4. **Coût du capital** : on calcule ce coût en se basant sur les fonds propres de référence, ainsi que sur le coût d'opportunité des fonds propres.
5. **Qualité des garanties** : bien évidemment, plus les garanties présentées seront solides, plus le taux d'intérêt sera bas.

La société a donc intérêt à fournir un dossier optimal lors de sa demande ou son renouvellement de crédit. Ce dossier devra contenir un *business plan*, un

474

⁹¹⁴ Entretien avec M. TINEMBART. Pour les taux d'intérêt flottants, cf. LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 840s.

⁹¹⁵ BAUEN/ROUILLER, p. 256 ; MICHELETTI, *Unternehmensfinanzierung*, p. 231.

⁹¹⁶ BAUEN/ROUILLER, p. 256 ; DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-bancaires.html>> (consulté le 27 juin 2019) : les échéances sont de 1 à 12 mois.

⁹¹⁷ Pour ce qui suit, CLIVAZ, *Crédits bancaires*, p. 448 ; LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 840s.

budget sur une année au moins, un budget de trésorerie ainsi qu'un plan d'investissement. En outre, il faudra joindre un extrait du RC, le curriculum vitae des personnes responsables de la société ainsi que divers documents descriptifs⁹¹⁸. Il existe en outre d'autres facteurs dépendant de la conjoncture économique. Ainsi le taux d'intérêt du marché de base, en particulier le taux *libor*, jouent un rôle dans le calcul du taux d'intérêt⁹¹⁹.

- 475 Le fait que la jeune société doive payer des intérêts sur son emprunt est extrêmement problématique. En effet, la société se doit de réduire au maximum ses charges ; le fait d'utiliser le peu de liquidités qu'elle possède pour financer l'emprunt est un lourd fardeau⁹²⁰. Il est essentiel qu'elle prenne cela en compte lorsque les démarches visant à l'obtention d'un crédit bancaire sont entamées.

IV. Droit à l'information

A. Généralités

- 476 De manière générale, il existe une asymétrie de l'information entre la banque et la société emprunteuse⁹²¹. Cette asymétrie crée deux types de risques pour la banque : tout d'abord, le risque d'octroyer un crédit à une société qui échoue et fait défaut par la suite, respectivement celui de refuser un crédit à une société qui aurait pu rembourser le crédit ; de plus, il existe aussi le risque de déviation de la société, découlant du fait que la banque ne peut pas exercer de réel *monitoring* sur la marche de la société et l'utilisation des fonds qu'elle a mis à disposition⁹²². Pour remédier à ces risques, des garanties seront en règle générale demandées⁹²³.

⁹¹⁸ CLIVAZ, *Crédits bancaires*, p. 449s. ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 938.

⁹¹⁹ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-bancaires.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁹²⁰ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 25.

⁹²¹ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 56 ; BERNET/DENK, p. 38 ; MASON/STARK, p. 229. Pour une analyse complète de l'asymétrie entre le *management* et les bailleurs de fonds étrangers, cf. BANIK ET AL., p. 132s.

⁹²² MASON/STARK, p. 229.

⁹²³ Rapport cautionnement 2013, p. 23. Par ailleurs, relevons qu'on ne rencontre jamais de clauses de *covenants* permettant de renégocier et restructurer le prêt dans le cadre de prêts octroyés par une seule banque, cf. GÜNTER/KRAHNEN, p. 248.

Alors qu'auparavant, les droits à l'information de la banque étaient plutôt restreints, il est désormais largement admis que la banque se ménage un droit de regard important quant à la bonne marche de la société emprunteuse⁹²⁴. Ainsi, en fonction du rapport de force liant les parties, le prêteur peut tenter de négocier un droit d'être informé, un droit de regard, voire même le droit de s'exprimer⁹²⁵ (« *Informations- und Mitspracherecht* »)⁹²⁶. Ce droit étendu à l'information peut faire l'objet d'une convention séparée ou être prévu dans le contrat de prêt⁹²⁷. Il s'agira ensuite de fournir régulièrement à l'établissement bancaire les informations relatives à la situation comptable de la société, ainsi qu'à la structure de l'actionnariat et du *management*. La banque se réservera souvent le droit de procéder à des vérifications et contrôles supplémentaires⁹²⁸.

477

B. Situation comptable

La comptabilité est une « pièce nécessaire à assurer le financement de l'entreprise »⁹²⁹. Il est important de savoir comment la société utilise l'argent et déterminer si elle sera capable de le restituer un jour⁹³⁰. Certains documents sont exigés au moment de consentir le prêt, mais aussi durant ledit prêt : on pense ici principalement au bilan annuel.

478

Lorsque la société va mal et que la banque l'apprend, des situations comptables intermédiaires sont demandées, qu'elles soient semestrielles, trimestrielles, voire mêmes mensuelles. Le suivi est alors beaucoup plus étroit : la banque exigera de savoir quelles sont les décisions qui sont prises dans la société, ce qui lui permettra ensuite de déterminer si elle souhaite accompagner la société ou au contraire résilier le prêt⁹³¹.

479

Comme nous l'avons vu précédemment (*cf.* N 321), en cas de faillite de la société partie au contrat de prêt, le prêteur obtient automatiquement un certain nombre d'informations et un droit de regard et même d'intervention.

480

⁹²⁴ Par analogie, HÄNNI, *Responsabilité*, p. 346.

⁹²⁵ Il ne s'agit toutefois pas du droit d'exprimer un quelconque droit de vote à l'assemblée générale.

⁹²⁶ BERNET/DENK, p. 38 ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 62.

⁹²⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 262.

⁹²⁸ LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 836s.

⁹²⁹ BUCHELER, *Droit comptable*, p. 5.

⁹³⁰ *Ibid.*

⁹³¹ Entretien avec M. TINEMBART.

C. Structure de l'actionnariat et du *management*

481 Les droits à l'information porteront principalement sur la structure de l'actionnariat, c'est-à-dire les cas de vente ou transfert de parts sociales, entraînant l'entrée au capital de nouveaux actionnaires, respectivement le départ d'anciens actionnaires⁹³². Ceci s'explique par le fait que les actionnaires sont anonymes, et ne sont en conséquence pas inscrits au registre du commerce. Le prêteur n'ayant, par défaut, aucun moyen de connaître le cercle actionnarial de la société, il est compréhensible qu'il souhaite être informé de la composition de l'actionnariat. Similairement, on peut aussi étendre ces renseignements pour qu'ils relatent de la composition du conseil d'administration ou du départ d'employés-clés, comme notamment les fondateurs.

D. Invitation à l'assemblée générale

482 Les parties pourront convenir que le prêteur est autorisé à assister à l'assemblée générale, en tant qu'« invité »⁹³³. Le prêteur ne possède toutefois pas de droits sociaux et ne pourra donc pas participer ou exprimer sa voix ou son avis à l'assemblée générale. D'un point de vue strictement formel, c'est le président de l'assemblée générale qui autorisera le tiers-prêteur à être présent durant l'assemblée générale⁹³⁴.

E. Observateur

483 Il peut aussi être convenu dans le contrat de prêt que le prêteur possède un observateur au conseil d'administration⁹³⁵. Un tel observateur pourrait participer aux séances du conseil d'administration et connaître parfaitement la situation de la société (*cf.* N 810). Cette méthode est rarement utilisée par les banques⁹³⁶ ; il s'agit d'une approche excessivement intrusive, au cœur de la société, et à laquelle peu d'actionnaires et administrateurs consentiront.

⁹³² Entretien avec M. TINEMBART.

⁹³³ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 605.

⁹³⁴ *Ibid.*

⁹³⁵ Voir même un représentant, *cf.* KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 62.

⁹³⁶ Entretien avec M. TINEMBART.

F. Confidentialité

Comme explicité précédemment (*cf.* N 363 ss), le droit à l'information du prêteur est extrêmement restreint, raison pour laquelle il n'a, par défaut, aucune obligation de confidentialité ou de non-concurrence. En raison du fait que certaines informations confidentielles pourraient être transmises au prêteur dans le cadre de son droit étendu à l'information, il est conseillé de soumettre ce dernier à une clause de confidentialité, visant à s'assurer que toutes les données et documents transmis ne soient pas divulgués ou rendus publics. Nous aborderons les accords de confidentialité plus en détails dans le cadre du financement par fonds propres (*cf.* N 550 ss).

484

V. Garanties

De tous les instruments de financement, le crédit bancaire est celui qui est le plus sûr. Ce crédit est quasi-systématiquement couvert par des garanties, ce qui permet de réduire les coûts de financement⁹³⁷. On parle alors de « dette *senior* » sécurisée (« *senior secured debt* »).

485

Nous avons eu l'occasion de nous pencher sur les types de garanties dans le chapitre précédent (*cf.* N 368 ss). Pour le crédit bancaire, les banques demanderont systématiquement un cautionnement de la part du fondateur ou d'un administrateur, ou des garanties réelles si elles sont disponibles, ainsi qu'une assurance décès permettant d'assurer la couverture du crédit bancaire.

486

Les sûretés et garanties ont véritablement un « rôle crucial » dans la décision d'octroi du crédit, en particulier pour les banques⁹³⁸. Malheureusement, la jeune société ne dispose souvent pas d'actifs permettant de garantir l'emprunt qu'elle contracte ; en effet, les jeunes sociétés auront très rarement des immobilisations corporelles à offrir à titre de garanties : « l'essentiel de leurs valeurs patrimoniales est de nature immatérielle ou basée sur le savoir »⁹³⁹. C'est pour cela que la banque demandera des garanties auprès du fondateur – et/ou des investisseurs⁹⁴⁰ : cela lui permet, d'une part, de constater que le fondateur croit véritablement en la viabilité de son projet, et d'autre part, de s'assurer que le fondateur, respectivement la société, fera tout ce qui est en son pouvoir pour

487

⁹³⁷ BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 349.

⁹³⁸ Rapport cautionnement 2013, p. 23 ; MASON/STARK, p. 230.

⁹³⁹ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 56.

⁹⁴⁰ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 26 ; BONVIN, *Finance*, p. 181.

assurer la croissance, et sera en fin de compte en mesure de rembourser l'emprunt⁹⁴¹.

VI. Durée et résiliation

- 488 Le processus de mise en place d'un financement par le biais d'un crédit bancaire est relativement rapide puisqu'il faut compter entre un et deux mois⁹⁴². Quant au prêt, il n'a pas de durée minimale ou maximale. Par là il faut comprendre la durée après laquelle l'emprunt doit être remboursé. Il peut s'agir d'un emprunt à court, moyen ou long terme. Lorsque le crédit est octroyé pour plus d'un an, il s'agit d'un crédit à long terme ; *a contrario*, il s'agit de crédits à court terme lorsque le remboursement est exigible à moins d'un an⁹⁴³. En général, les prêts accordés à une jeune société le sont pour une durée allant de deux à dix ans⁹⁴⁴.
- 489 Il arrive que la banque dénonce le contrat de prêt, même si cela est plutôt rare. C'est principalement lorsque la société fait preuve d'un manque de transparence et/ou qu'elle se trouve dans une très mauvaise situation financière. La résiliation, en tant qu'*ultima ratio*, est précédée d'un dialogue et d'avertissements ; éviter la résiliation du contrat passe avant tout par la communication des administrateurs avec la banque. L'une des grandes questions que la banque se posera alors est de savoir s'il faut octroyer un nouveau prêt pour permettre à la société de passer un cap, ou si au contraire, il est temps de limiter les dégâts et de dénoncer le crédit⁹⁴⁵.
- 490 A noter que tous les contrats de crédit bancaire possèdent des clauses de résiliation. Pour le surplus, les règles concernant le prêt ordinaire s'appliquent, si bien que nous renvoyons le lecteur à ce qui a été dit précédemment à ce sujet (*cf.* N 406 ss).

⁹⁴¹ MASON/STARK, p. 229 et les références citées.

⁹⁴² HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 937.

⁹⁴³ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-bancaires.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁹⁴⁴ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 179. Voir aussi BANIK ET AL., p. 14, qui parlent eux de moins de cinq ans.

⁹⁴⁵ Entretien avec M. TINEMBART.

Chapitre 4 : Leasing

I. Notion

Le contrat de leasing est un contrat de financement par lequel le preneur de leasing obtient l'usage et la jouissance d'une chose mobilière ou immobilière, acquise auprès d'un tiers-fournisseur, pour une période déterminée, de la part du donneur de leasing, et ce moyennant le paiement de redevances périodiques⁹⁴⁶. Ces redevances servent à l'amortissement de la chose, au remboursement du capital investi et des intérêts, et à couvrir la marge du donneur de leasing⁹⁴⁷. En outre, il s'agit d'un contrat innommé, c'est-à-dire qu'il ne fait pas l'objet d'une réglementation particulière et trouve son origine dans la grande liberté contractuelle que le droit privé suisse permet. Le manuel suisse d'audit considère que le leasing s'apparente à la location⁹⁴⁸.

491

En principe, deux parties sont impliquées dans un contrat de leasing : le donneur de leasing (en l'occurrence le prêteur ; il s'agit généralement d'une banque ou d'une société de leasing) et le preneur de leasing (c'est-à-dire la jeune société). Le tiers-fournisseur n'est, quant à lui, pas partie au contrat de leasing⁹⁴⁹. Il possède toutefois une relation contractuelle avec le donneur de leasing (en général un contrat de vente). Parfois, le donneur de leasing et le tiers-fournisseur sont la même personne : on appelle cela un leasing direct.

492

II. Utilité

Début 2018, on considérait qu'environ CHF 9 mia ont été accordés par du crédit sous forme de leasing, principalement à des PME⁹⁵⁰. On considère, à juste titre, que le leasing est une alternative ou un complément avantageux au crédit bancaire ordinaire, et plus généralement aux prêts⁹⁵¹. Le leasing est un

493

⁹⁴⁶ TF 4A_404/2008 du 18 décembre 2008 ; EIGENMANN, *Sûretés mobilières*, p. 12 ; MÜLLER, *Contrats*, p. 606 et les références citées ; SCHÜPBACH, *Leasing immobilier*, p. 197 ; WERRO, *Leasing*, p. 6s.

⁹⁴⁷ WERRO, *Leasing*, p. 6.

⁹⁴⁸ Manuel suisse d'audit, p. 197. Voir aussi à ce sujet PASSARDI, *Leasing*, p. 27s.

⁹⁴⁹ MÜLLER, *Contrats*, p. 611 *a contrario*.

⁹⁵⁰ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 20.

⁹⁵¹ MÜLLER, *Contrats*, p. 605 ; WERRO, *Leasing*, p. 7.

type de financement hors bilan⁹⁵² qui, tout en soulageant la trésorerie, permet de disposer d'équipements et de minimiser la mobilisation de capitaux propres. D'ailleurs, on s'aperçoit que le leasing, en tant que nouvelle forme de financement de biens d'investissements (véhicules utilitaires, lignes de production, parcs de machines, outillage, équipements divers) prend de plus en plus d'importance quand vient le moment de financer une société par le biais des fonds étrangers⁹⁵³. Toutefois, tous ces avantages ont un prix : le leasing coûte plus cher que l'emprunt ordinaire et il diminue la valeur de rendement de l'entreprise, en tant qu'il réduit les rentrées courantes⁹⁵⁴.

494 Le leasing pourrait ainsi se révéler adapté aux jeunes sociétés en forte croissance et/ou au fort potentiel de rendement, qui ont des capacités de crédit réduites et qui ne disposent que de peu de fonds propres⁹⁵⁵. Cela permet à la société d'utiliser ailleurs les précieuses liquidités dont elle dispose, dans des charges fixes qu'il n'est pas possible de réellement réduire ; on pense notamment à la charge salariale ainsi qu'au paiement des assurances sociales. Du point de vue de la jeune société, le leasing est donc une « opération de financement et d'investissement à moyen et à long terme »⁹⁵⁶. En d'autres termes, la jeune société évite les immobilisations importantes : en manque de fonds, il est optimal de pouvoir profiter de l'usage d'un bien d'équipement en échange d'une redevance périodique, plutôt que de grever lourdement la trésorerie en acquérant le bien⁹⁵⁷. Cet instrument représente toutefois une charge financière constante pendant la durée du contrat, certes déductible fiscalement⁹⁵⁸ (art. 58 LIFD et 24 LHID).

495 Du point de vue du donneur de leasing, le fait que ce dernier garde la propriété sur le bien mis en leasing constitue une garantie bienvenue. En effet, si la jeune société devait tomber en faillite, l'objet du leasing ne fera pas partie de

⁹⁵² Cela signifie que les obligations résultant d'un tel financement ne doivent pas être constatées dans le bilan. Comme le formule Passardi, *Leasing*, p. 27 : « [l']inscription au bilan soit de l'opération de leasing seulement, soit des dettes découlant d'une telle opération n'a aucun sens ou, plus exactement, est irréalisable sur le plan comptable. »

⁹⁵³ MÜLLER, *Contrats*, p. 604 ; UBS, *Leasing de biens d'investissement* <<https://www.ubs.com/ch/fr/swissbank/entreprises/finance/leasing/biens-investissement.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁹⁵⁴ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/formes-speciales/leasing.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁹⁵⁵ CCIIG, *Guide du créateur d'entreprise*, pp. 94 et 99 ; DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/formes-speciales/leasing.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁹⁵⁶ WERRO, *Leasing*, p. 30.

⁹⁵⁷ ENGEL, *Contrats*, p. 805.

⁹⁵⁸ REHM, *Projektfiananzierung*, p. 121.

la masse en faillite⁹⁵⁹. Comme l'a confirmé le Tribunal fédéral, le donneur de leasing pourra alors revendiquer la propriété du bien faisant l'objet du leasing⁹⁶⁰. D'une certaine manière, la fonction économique du leasing s'apparente fortement à un nantissement, sans transfert de possession au donneur de leasing⁹⁶¹.

Pour toutes ces raisons, nous considérons qu'un leasing peut se révéler particulièrement adapté au financement d'une jeune société, particulièrement lorsque cette dernière souhaite développer une activité industrielle et a besoin d'équipements. Toutefois, comme déjà mentionné, un tel financement dépendra de la capacité de la jeune société à obtenir des lignes de crédit, en général auprès d'établissements bancaires ou d'instituts de leasing, ce qui est laborieux, nous l'avons vu. À défaut d'obtenir un tel crédit, il faudra se tourner vers le paiement échelonné ou la location (art. 253 ss CO), lorsque cela est techniquement et commercialement envisageable.

496

III. Types de leasing

Nous allons à présent nous pencher sur les différents types de leasing.

497

A. Mobilier et immobilier

Le leasing peut être mobilier ou immobilier, selon qu'il porte sur des choses mobilières (art. 713 CC) ou des immeubles (art. 655 CC). En ce qui concerne ce second type de leasing, il est intéressant de relever qu'il n'implique pas de devoir respecter la forme authentique, puisqu'il n'y a pas de transfert de propriété de l'immeuble⁹⁶². Pour les immeubles, il existe diverses formes de leasing⁹⁶³ : 1) le *build and lease*, qui finance la construction d'un immeuble par le biais du leasing ; 2) le *buy-and-lease*, où le leasing finance l'acquisition de l'immeuble ; et enfin 3) le *sale-and-lease-back*, contrat de cession-bail. En principe, la jeune société se contentera de louer les locaux qu'elle utilise, afin de garder suffisamment de liquidités pour son activité commerciale, si bien

498

⁹⁵⁹ AESCHLIMANN/FOËX, p. 22 ; WERRO, *Leasing*, p. 17.

⁹⁶⁰ ATF 118 II 150, JdT 1994 II 98.

⁹⁶¹ AESCHLIMANN/FOËX, p. 22, qui expliquent eux que « la fonction économique du leasing correspond à la constitution d'un gage mobilier sans nantissement ».

⁹⁶² ATF 132 III 549, JdT 2008 I 52, consid. 2.1 ; WERRO, *Leasing*, p. 9.

⁹⁶³ KMU LEASING, *Leasing immobilier* <<http://www.kmuleasing.ch/fr/leasing/produits-de-leasing/leasing-immobilier>> (consulté le 27 juin 2019).

que le leasing immobilier ne sera pas abordé plus en détails dans la présente contribution.

B. D'investissements et biens de consommation

499 Comme son nom l'indique, le leasing de biens d'investissement a pour objet des biens d'investissement, c'est-à-dire des biens destinés à être utilisés dans un contexte commercial et à des fins professionnelles⁹⁶⁴. Il peut s'agir de machines, véhicules, installations ou outillages, c'est-à-dire de biens « économiquement productif[s] »⁹⁶⁵.

500 Le leasing de biens de consommation a pour objet les biens utilisés dans un contexte étranger à l'activité commerciale (art. 3 LCC), c'est-à-dire qu'ils sont destinés à un usage privé⁹⁶⁶. Nous n'aborderons pas ce type de leasing plus en détails dans le présent travail.

C. Direct et indirect

501 Il existe le leasing direct et indirect. Dans le cadre du leasing direct, c'est le fournisseur qui octroie le leasing directement à la jeune société, c'est-à-dire qu'elle met à disposition des biens d'équipement dont elle garde la propriété, en échange de quoi la jeune société lui verse une certaine somme mensuellement ou annuellement⁹⁶⁷. A l'échéance du leasing, la jeune société possède en général une option d'achat sur l'équipement ; cela lui permet de rendre l'équipement ou de l'acquérir à un prix fixé à l'avance⁹⁶⁸. Le leasing direct n'est pas considéré comme un contrat de leasing au sens propre : une grande partie de la doctrine considère qu'il n'est rien d'autres qu'une location-vente, une vente par acomptes ou un leasing opérationnel⁹⁶⁹.

⁹⁶⁴ ATF 118 II 150, JdT 1994 II 98, consid. 4a ; ATF 103 II 114, JdT 1978 I 144, consid. 4b : « [p]our qu'un objet ait un caractère artisanal, industriel ou professionnel, il est décisif qu'on puisse et doive gagner de l'argent grâce à lui » ; MÜLLER, *Contrats*, p. 609 ; WERRO, *Leasing*, p. 12.

⁹⁶⁵ WERRO, *Leasing*, p. 30 et les références citées.

⁹⁶⁶ MÜLLER, *Contrats*, p. 609 et les références citées.

⁹⁶⁷ ATF 119 II 236, consid. 5 ; GALLMANN/GERSBACH, p. 240.

⁹⁶⁸ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/formes-speciales/leasing.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁹⁶⁹ ENGEL, *Contrats*, pp. 805 et 818 ; WERRO, *Leasing*, p. 10.

Le leasing indirect voit quant à lui intervenir un intermédiaire financier, en général une société de leasing. On se trouve donc face à une « relation tripartite »⁹⁷⁰. La société de leasing achète les biens d'équipement au tiers-fournisseur et les met ensuite à disposition de la jeune société⁹⁷¹. Là aussi, cette dernière obtient souvent une option d'achat sur l'équipement à l'échéance du contrat.

502

D. Financier et opérationnel

Précisons tout d'abord qu'en général, le terme « leasing » se réfère au leasing indirect de biens d'équipement, aussi appelé « leasing financier » (ou « crédit-bail »)⁹⁷². Le leasing financier est un leasing indirect, conclu pour une longue période, qui correspond en principe à la durée du bien d'exploitation. Les risques en cas de perte ou dommage et le devoir d'entretien du bien passent au preneur de leasing. Ce type de leasing est utilisé pour financer les biens d'équipement⁹⁷³.

503

Le leasing opérationnel a une dimension moins durable et plus passagère⁹⁷⁴. Par ailleurs, le contrat peut en principe être facilement résilié par le preneur de leasing⁹⁷⁵. Le leasing opérationnel est généralement conclu pour les biens d'investissements, notamment pour les flottes de véhicules. Le leasing opérationnel est souvent considéré comme un contrat de leasing « atypique »⁹⁷⁶, voire même un « faux leasing », en ce sens qu'il cache souvent une vente à tempérament ou un bail⁹⁷⁷.

504

A noter que, du point de vue comptable, les postes ne seront pas les mêmes : dans le cadre du leasing financier, le bien en leasing devra figurer à l'actif et la dette correspondante au passif, alors que pour le leasing opérationnel, il n'y a rien besoin de faire figurer au bilan⁹⁷⁸.

505

⁹⁷⁰ MÜLLER, *Contrats*, p. 610.

⁹⁷¹ GALLMANN/GERSBACH, p. 240s.

⁹⁷² EIGENMANN, *Sûretés mobilières*, p. 12 ; ENGEL, *Contrats*, p. 805s. Pour les distinctions entre le leasing financier et le leasing d'exploitation, cf. PASSARDI, *Leasing*, p. 28.

⁹⁷³ AESCHLIMANN/FOËX, p. 22 ; SCHÜPBACH, *Leasing immobilier*, p. 197 ; WERRO, *Leasing*, p. 10.

⁹⁷⁴ KMU LEASING, *Produits de leasing* <<http://www.kmuleasing.ch/fr/leasing/produits-de-leasing/leasing-operationnel-operating-lease>> (consulté le 27 juin 2019).

⁹⁷⁵ WERRO, *Leasing*, p. 10 et les références citées.

⁹⁷⁶ Pour plus de détails, cf. WERRO, *Leasing*, p. 11.

⁹⁷⁷ SCHÜPBACH, *Leasing immobilier*, p. 198 ; ENGEL, *Contrats*, p. 818.

⁹⁷⁸ Ce régime est modifié par l'entrée en vigueur de la norme IFRS 16 en 2019, cf. KÖSTER/REPETZ, p. 645 ss.

IV. Obligations des parties

A. Preneur de leasing

- 506 La jeune société devra accepter le bien, en vérifier l'état et, au besoin, aviser le donneur de leasing des défauts constatés. Elle devra ensuite s'acquitter des redevances périodiques, conserver le bien et en prendre soin.

1. Redevances périodiques

- 507 Pour calculer les redevances périodiques, on se réfère à « la différence entre le prix d'achat au début du contrat et la valeur résiduelle à la fin du contrat, augmentée des frais d'administration et de financement, ainsi que d'une marge de bénéfice »⁹⁷⁹. Les risques sont transférés à la jeune société, c'est pourquoi il est judicieux de faire assurer le bien⁹⁸⁰. En réalité, les redevances périodiques jouent le rôle d'intérêts et de remboursement du crédit d'investissement ayant permis la mise en place du leasing.
- 508 Dans le cadre du *non-full-pay-out-leasing*, le preneur n'est pas obligé de rembourser la totalité du financement durant le leasing. Si le contrat n'est pas prolongé, le donneur de leasing est en droit de vendre le bien sur le marché. Si un excédent est réalisé, il est partagé entre les parties. Si c'est une perte qui en découle, le preneur de leasing doit la couvrir auprès du donneur⁹⁸¹.

2. Entretien

- 509 Enfin, la société doit entretenir et conserver la « substance économique »⁹⁸² du bien, contrairement au bail, où c'est le bailleur qui doit maintenir le bien dans un état acceptable⁹⁸³.

⁹⁷⁹ WERRO, *Leasing*, p. 16.

⁹⁸⁰ MÜLLER, *Contrats*, p. 614s. ; WERRO, *Leasing*, p. 16.

⁹⁸¹ ENGEL, *Contrats*, p. 817 et les références citées ; par analogie, MARCHAND, *Leasing*, ndbp 12.

⁹⁸² WERRO, *Leasing*, p. 17.

⁹⁸³ ENGEL, *Contrats*, p. 817 ; MÜLLER, *Contrats*, p. 613.

B. Donneur de leasing

Le donneur de leasing doit obtenir la propriété du bien, avant d'en céder l'usage et la jouissance à la société⁹⁸⁴. Il est possible que le tiers-fournisseur livre directement le bien à la société preneuse de leasing⁹⁸⁵. Il est plus controversé de savoir qui du donneur de leasing ou du tiers-fournisseur assume la responsabilité pour défauts. En pratique, les parties acceptent que le donneur de leasing cède ses droits (qu'il possède en tant qu'acheteur) au preneur de leasing. Ce dernier pourra ainsi les faire valoir directement contre le tiers-fournisseur⁹⁸⁶. 510

Le tiers-fournisseur n'est pas à proprement parler partie au contrat de leasing, puisque le contrat est conclu entre le donneur et le preneur de leasing. Il doit toutefois fournir le bien au preneur de leasing. 511

V. Durée et résiliation

Le leasing est nécessairement conclu pour une durée fixe et déterminée ; cette durée est établie en fonction de la dépréciation du bien⁹⁸⁷, et est en général de un à cinq ans⁹⁸⁸. 512

Enfin, il faut savoir que le donneur de leasing garde la propriété du bien ; ce qui lui sert de garantie au cas où le preneur de leasing ne parvenait pas à s'acquitter des redevances. A la fin du leasing, les parties conviennent généralement que le preneur peut, au choix, prolonger le contrat, restituer ou acquérir le bien⁹⁸⁹. 513

⁹⁸⁴ ATF 119 II 236, JdT 1995 II 87.

⁹⁸⁵ MÜLLER, *Contrats*, p. 613.

⁹⁸⁶ WERRO, *Leasing*, p. 19.

⁹⁸⁷ WERRO, *Leasing*, p. 8.

⁹⁸⁸ BCGE, *Financement des entreprises*, p. 15 ; GALLMANN/GERSBACH, p. 241.

⁹⁸⁹ WERRO, *Leasing*, p. 8.

Chapitre 5 : Crédit fournisseur et acomptes clients

I. Généralités

- 514 Par le biais du crédit fournisseur et des acomptes clients, la jeune société peut, en quelque sorte, utiliser ses fournisseurs et ses clients comme prêteurs. En se faisant payer avant d'avoir délivré le produit ou service, et en payant ses propres factures après avoir obtenu les prestations de ses fournisseurs ou autres partenaires commerciaux, elle emprunte, pour une durée certes courte, une certaine quantité de liquidités, sur lesquelles elle ne paie que peu ou pas d'intérêts. Si la société choisit de profiter de ce type de financement, il est important qu'elle n'en dépende pas, autrement dit qu'elle ne dépende pas de la volonté de ses clients et fournisseurs⁹⁹⁰. En d'autres termes, sa solvabilité ne doit pas reposer sur le simple fait que des clients acceptent de payer par avance, respectivement ou que des fournisseurs acceptent d'être payés après-coup.
- 515 Au niveau comptable, le crédit fournisseur entraîne une augmentation des actifs (stocks, matières premières, etc.) et des passifs (créanciers). Lorsque le paiement du fournisseur est effectué, une diminution des actifs (liquidités) et des passifs (créanciers) est comptabilisée. Pour l'acompte clients, lorsque l'acompte/prépaiement est effectué, cela entraîne une augmentation des actifs (liquidités) et des passifs (avance des clients). Lors de la livraison du produit au client, alors on assiste à une diminution des actifs (marchandises) et des passifs (avance des clients)⁹⁹¹.

II. Crédit fournisseur

- 516 Comme son nom l'indique, le crédit fournisseur est un crédit accordé par le fournisseur de la jeune société, dans le cadre d'un contrat commercial, à travers un délai de paiement. Ce sont souvent les sociétés en difficultés financières (dont font souvent partie les jeunes sociétés durant leurs premières années d'existence) qui y recourent, pour alléger leurs charges financières⁹⁹².
- 517 Grâce à un tel crédit, la jeune société ne s'acquitte du paiement des marchandises ou des services reçus qu'après un certain délai, allant en général de 30 à

⁹⁹⁰ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

⁹⁹¹ CHARDONNENS, *Comptabilité*, p. 78.

⁹⁹² CHENAU/PFISTER, p. 150.

90 jours. De cette manière, un engagement à court terme est transformé en engagement à plus long terme⁹⁹³. Le crédit fournisseur peut être effectué avec l'accord du prêteur, ou tout simplement en payant ce dernier avec un certain retard, idéalement le plus tard possible. Les marchandises sont donc réceptionnées mais les liquidités restent dans les comptes de la société pendant un certain temps, ce qui permet de réduire le BFR de la jeune société. Il s'agit là d'une dette informelle⁹⁹⁴. On considère alors que le fournisseur devient un « prêteur forcé »⁹⁹⁵.

Les fournisseurs ne sont que peu friands de cette pratique, c'est pourquoi ils tentent de l'éviter en offrant souvent un escompte – généralement 3% – en cas de paiement sous 10 jours. Lorsque de tels escomptes existent, la jeune société aura meilleur temps d'en profiter plutôt que de retarder le paiement le plus longtemps possible⁹⁹⁶. D'autre part, retarder son paiement au maximum peut entraîner une perte de crédibilité de la jeune société ; une réputation de mauvais payeur pourrait empêcher ou compliquer grandement la recherche de nouveaux fournisseurs, d'autant plus que la jeune société ne peut pas se permettre de perdre des partenaires commerciaux, en raison de la précarité de son statut.

Idéalement, la jeune société devra parvenir à négocier une échéance de paiement suffisamment longue avec ses fournisseurs, pour ne pas perdre la confiance de ces derniers et préserver la relation commerciale tout en repoussant la sortie de liquidités liées au paiement des fournisseurs.

III. Acomptes clients

En ce qui concerne les acomptes clients, si elle en a la possibilité, la jeune société devra demander le paiement à l'avance de tout ou partie des montants facturés au client ; il s'agit, en d'autres termes, d'un prépaiement. Un tel acompte clients n'est pas rémunéré et peut donc être une source de finance-

⁹⁹³ *Ibid.*

⁹⁹⁴ FREY ET AL., p. 13.

⁹⁹⁵ D&B, *Crédit fournisseur*, pp. 1 et 4.

⁹⁹⁶ Pour tout le paragraphe, DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-fournisseurs.html>> (consulté le 27 juin 2019). Renoncer à en profiter en retardant le paiement revient à payer un intérêt annuel de 54% sur ces fonds étrangers.

ment par fonds étrangers bienvenue⁹⁹⁷. En d'autres termes, la jeune société obtient des liquidités alors qu'elle n'a hypothétiquement pas encore produit le bien à livrer. A nouveau, une telle pratique permet d'améliorer le BFR de la jeune société, en tant que l'on assiste à une entrée de liquidités prématurée.

521 Sur le plan individuel, certains clients rechignent à payer à l'avance pour la prestation convenue. Pis encore, ils prennent de plus en plus de temps à régler lesdites factures⁹⁹⁸. Mais lorsque les clients sont des grosses sociétés, intéressées par le bien ou service développé (par exemple une nouvelle technologie, un nouveau programme, etc.), il sera plus facile de procéder à des préventes, permettant de financer le développement du produit. Il s'agit là d'un financement qui n'est absolument pas dilutif et dont il faut tenter de profiter lorsque cela est envisageable.

522 Mentionnons encore brièvement le cas particulier où le prépaiement est effectué par un actionnaire, permettant ainsi de fournir rapidement des liquidités à la société. Ce cas de figure, souvent rencontré dans le cadre d'assainissement de sociétés, peut se produire lors de l'arrivée d'un investisseur stratégique au capital de la société. Nouvellement actionnaire, et espérant bénéficier dans le futur du bien/service produit par la jeune société, l'investisseur stratégique peut payer par avance pour la prestation qu'il recevra, dès que la société sera en mesure de remplir ses obligations.

Chapitre 6 : Conclusion concernant le financement par fonds étrangers

523 A la lecture de ce chapitre, il ressort rapidement que le financement par fonds étrangers n'est pas celui qui permettra de lancer sa jeune société, sauf pour le cas où le fondateur et/ou la société peuvent fournir des garanties solides ou lorsque le prêteur est prêt à prendre des risques ne se justifiant *a priori* pas. Même si le financement par fonds étrangers peut prendre diverses formes, il

⁹⁹⁷ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-par-emprunt/credits-fournisseurs.html>> (consulté le 27 juin 2019).

⁹⁹⁸ D&B, *Crédit fournisseur*, p. 4.

n'en reste pas moins qu'elles partent toutes du même postulat : quelqu'un doit accepter de prêter à une jeune société, ce qui n'est pas gagné d'avance.

Cet état de fait s'explique par le risque accru que ce type de financement comporte. Même si le créancier est certes bien protégé en cas de faillite, il y laissera probablement des plumes, le cas échéant. En outre, les perspectives de gains restent limitées, puisque c'est uniquement sur le remboursement et le paiement d'intérêts que peut compter le prêteur. En définitive, la prise de risque est trop élevée pour que le jeu en vaille la chandelle. En tout état de cause, même si la société parvient à se financer par le biais de fonds étrangers, cela peut rester problématique : société dangereusement exposée aux situations de perte de capital ou surendettement, intérêts à payer, remboursement du prêt, etc.

524

Toutefois, il s'agit de ne pas jeter le bébé avec l'eau du bain. Le financement par fonds étrangers reste extrêmement intéressant, lorsqu'il s'agit de compléter le financement par fonds propres préexistant et d'améliorer son BFR. En premier lieu, lorsque cela est techniquement envisageable, le leasing, les crédits fournisseurs et les acomptes clients et plus marginalement l'affacturage, pourront permettre à la société d'éviter une hémorragie de liquidités malvenue à son jeune âge. Qui plus est, cela pourrait même permettre d'obtenir des entrées de liquidités plus tôt que prévu.

525

Quant à l'emprunt ordinaire, pour autant qu'il puisse être garanti par un actionnaire ou par certains biens de la jeune société, il contribuera au développement optimal de cette dernière, par un apport de liquidités fraîches, bienvenues durant les premiers mois ou années d'existence.

526

Certes, le fondateur devra en règle générale donner des garanties réelles et/ou personnelles, ce à quoi il pourrait être réticent. Il doit toutefois être conscient des risques encourus par le prêteur, et du retour sur investissement souvent relativement faible, comparés aux actionnaires. Ainsi, s'il croit en son projet et qu'il considère son *business plan* comme étant solide, l'obtention d'un emprunt conséquent en échange d'une garantie pourrait se révéler judicieuse, tant par rapport à la levée de fonds en résultant que par rapport à la marque de confiance que cela renvoie vers l'extérieur.

527

Pour les situations où le prêt est octroyé sans que le fondateur ou la société ne doive fournir des garanties, par exemple lorsque le prêt vient d'un ami ou de la famille, alors la position du fondateur est fort enviable. La société possède désormais des liquidités, sans que cela ne dilue la participation du fondateur au capital et tout en profitant de la limitation de responsabilité personnelle qu'offrent les sociétés de capitaux. Les prêteurs, lorsqu'ils ont uniquement consenti un prêt ordinaire à la société, sans garanties, n'auront plus que leurs mains pour prier. Les relations familiales, amicales et sentimentales existant

528

avant le financement pourraient toutefois être mises en péril, dans le cas où la jeune société venait à disparaître sans être parvenu à rembourser le prêteur. Notons enfin que certains mécanismes permettront au prêteur d'améliorer les perspectives de rendement, par une entrée au capital ou une participation au bénéfice : il s'agit là d'instruments de financement hybride que nous analyserons le moment venu.

- 529 En résumé, les fonds étrangers doivent donc être considérés avant tout comme une aide supplémentaire, un complément aux fonds propres et non comme l'unique moyen de financer sa société. Pour reprendre une métaphore utilisée précédemment dans le présent travail, si la société est un navire, le crédit en est la voile : même si, à lui seul, il ne permet pas de flotter, il offre une meilleure flexibilité et une marge de manœuvre accrue.

Troisième partie :

Financement par fonds propres

« Personne n'est jamais mort de dilution. »

Entretien avec Pascal DUTHEIL

Chapitre 1 : Généralités

Nous l'avons vu, il est malheureusement rare ou difficile pour les jeunes sociétés de se voir accorder des lignes de crédit par les banques, et plus généralement d'obtenir un financement par fonds étrangers. Cela est dû aux risques importants de fin prématurée et au fait que la société ou le fondateur ne possèdent que peu ou pas d'actifs permettant de garantir la dette. D'autant plus que même si d'importants fonds étrangers sont levés, les intérêts dus sur ces capitaux risquent de s'avérer trop élevés ; ils pourraient en conséquence handicaper gravement la jeune société, voire même l'occire. Le DEFR recommande d'avoir au moins 20% de fonds propres⁹⁹⁹, ce qui nous paraît encore très bas pour des jeunes pousses. 530

C'est ainsi le financement par fonds propres qui reste omniprésent pour le lancement d'une jeune société¹⁰⁰⁰, ce qui explique le volume de cette troisième partie. Avec le financement par fonds propres, les investisseurs entrent au capital de la jeune société, dans le but d'en retirer un profit sur le court à moyen terme¹⁰⁰¹. La réalisation du profit peut passer, comme nous le verrons, par la vente des titres de la société, une fusion ou une entrée en bourse¹⁰⁰². 531

Pour les parties se posent alors une multitude de questions, auxquelles nous tenterons de répondre par la suite. Quels avantages ou privilèges peut-on octroyer au fondateur ? Et à l'investisseur ? Le contrôle de la société est-il lié à la participation au capital-actions ? Peut-on se ménager un droit à l'information plus large que celui prévu par le droit des sociétés ? Comment se répartir le produit réalisé sur la vente des actions ? Une entrée en bourse peut-elle être imposée à l'autre partie ? 532

Toutes ces questions (et bien d'autres, comme nous le verrons) peuvent être réglées, d'une manière plus ou moins satisfaisante pour les parties, dans un 533

⁹⁹⁹ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/fonds-propres.html>> (consulté le 27 juin 2019).

¹⁰⁰⁰ WENGER/SPECK, p. 199 ; WYSS, *1. Teil*, p. 423.

¹⁰⁰¹ GERICKE ET AL., *Private Equity*, § 9.

¹⁰⁰² WYSS, *1. Teil*, p. 423.

contrat d'investissement et de souscription et une convention d'actionnaires, (qui se refléteront à certains égards dans les clauses statutaires), permettant d'assurer la cohabitation des parties, ainsi que leur séparation, le cas échéant.

534 Nous commencerons par analyser le contexte de ce type de financement, en expliquant comment se prépare et se déroule une transaction pareillement importante, puis nous entrerons dans le vif du sujet en analysant les contrats rédigés, la manière dont une transaction se déroule ainsi que les différentes méthodes de valorisation de la jeune société à disposition des parties. Nous aborderons ensuite les droits sociaux, le droit au renseignement et les droits patrimoniaux que les parties pourront s'octroyer. Nous terminerons par une analyse des risques de litiges pouvant survenir dans le cadre d'un financement par fonds propres, et les solutions ou méthodes permettant de les éviter ou de les surmonter.

I. Contrats

A. Notion

535 Les investisseurs concluent avec les fondateurs des contrats de financement (« *financing agreement* », « *Finanzierungsverträge* »)¹⁰⁰³. En règle générale et pour des raisons pratiques, ces contrats de financement regroupent deux contrats distincts¹⁰⁰⁴ : la convention d'actionnaires et le contrat d'investissement et de souscription. La rédaction de tels contrats est un passage obligé, le droit des sociétés suisse ne permettant pas de régler de manière exhaustive les rapports entre les parties¹⁰⁰⁵. Cela permet en outre de réduire opportunément l'asymétrie de l'information entre les parties¹⁰⁰⁶. Ces deux contrats forment en principe une unité économique (« *wirtschaftliche Einheit* »), en tant qu'ils visent le même but, à savoir un investissement permettant le développement et la croissance optimale de la société à financer¹⁰⁰⁷. Nous recommandons que la convention d'actionnaires soit intégrée en tant qu'annexe dans le contrat d'investissement¹⁰⁰⁸.

¹⁰⁰³ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 213.

¹⁰⁰⁴ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 879 ; FREY, *Investment agreement*, p. 41 ; FRICK, *Private Equity*, p. 248 ; WENGER/SPECK, p. 181.

¹⁰⁰⁵ FRICK, *Private Equity*, p. 248 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 144.

¹⁰⁰⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 30.

¹⁰⁰⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 278.

¹⁰⁰⁸ C'est ce que fait le modèle de la SECA, cf. SECA, *Investment agreement*, p. 4.

Précisons que ces contrats sont souvent rédigés en anglais. Plusieurs raisons à ce choix de langue : historiquement, la plupart de ces contrats touchant au capital-risque ont été créés et développés en anglais¹⁰⁰⁹ ; en outre, cela facilite grandement l'éventuelle arrivée d'investisseurs étrangers¹⁰¹⁰. On assiste à une américanisation des contrats de financement, qui a d'ailleurs certaines conséquences quant au contenu desdits contrats¹⁰¹¹. 536

En pratique, le contenu exact de ces transactions reste toutefois relativement mystérieux pour les personnes extérieures : ainsi, le partage du capital-actions, le nombre d'investisseurs et les montants en jeu sont rarement connus des tiers¹⁰¹². 537

B. Recours à un juriste

Pour les raisons susmentionnées, il est recommandé de s'adjoindre les services d'un juriste spécialisé¹⁰¹³, ce qui permettra de définir précisément le cadre du financement¹⁰¹⁴. En particulier, lorsque le volume du financement est important (en principe au-delà du million), des professionnels juridiques, qu'il s'agisse d'avocats spécialisés ou de consultants, devraient systématiquement être consultés. Selon nous, même lorsque des montants plus faibles sont en jeu, il reste nécessaire d'obtenir un avis juridique pour éviter les conflits et aménager au mieux les relations entre les parties. En règle générale, on retrouve un avocat pour le fondateur et la société et un avocat pour chaque groupe d'investisseurs¹⁰¹⁵. 538

Dans sa thèse parue en 2006, RIFFELMACHER relève que 63% des contrats passés entre la jeune société et un *business angel* sont rédigés par un juriste, alors que 9% sont signés devant un notaire. Parallèlement, 9% des contrats sont passés oralement. Ces contrats font en général une vingtaine de pages¹⁰¹⁶. 539

¹⁰⁰⁹ SECA, *Shareholders agreement*, p. II : « [t]he Model Documentation [...] takes into account international including Anglo-American documentation standards and concepts ».

¹⁰¹⁰ WYSS, I. Teil, p. 423.

¹⁰¹¹ BIENZ/WALZ, p. 2 ; LADNER, *Unternehmer*, § 1.

¹⁰¹² VERMOT, *Crowdfunding*, § 12.

¹⁰¹³ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 176. Entretien avec M. WILHELM : alors qu'un avocat spécialisé devrait généralement être consulté en tous les cas, cela devient une étape absolument essentielle lorsque le financement est de l'ordre de plus d'un million de francs.

¹⁰¹⁴ Entretien avec M. DUCOMMUN.

¹⁰¹⁵ Entretien avec M. DUCOMMUN.

¹⁰¹⁶ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 174.

C. Modèles SECA

- 540 La SECA est l'association faitière suisse des investisseurs en capital pour les entreprises non cotées et de l'industrie de la finance d'entreprise, sixième plus grande association de sociétés de *private equity* au niveau mondial¹⁰¹⁷. Elle organise divers événements et formations permettant aux acteurs du financement de jeunes sociétés de se rencontrer. L'équivalent de la SECA au niveau européen est l'EVCA.
- 541 En 2012, la SECA a mis à disposition divers modèles de documentation, particulièrement destinés au capital-risque, c'est-à-dire au financement par fonds propres de jeunes entreprises innovantes. Le but de cette documentation est de faciliter les négociations et transactions et de permettre une meilleure compréhension des outils juridiques nécessaires.
- 542 Il est possible pour tout un chacun de se procurer gratuitement plusieurs documents sur le site internet de la SECA : tout d'abord un contrat d'investissement et une convention d'actionnaire, tous deux accompagnés de divers remarques et commentaires, mais aussi une *term sheet*, des statuts ainsi qu'un règlement d'organisation.
- 543 WENGER/SPECK considéraient que les modèles de la SECA étaient encore trop complexes lorsqu'il s'agit de financer une jeune société dans la phase de développement initial. Ils proposaient de mettre au point des modèles plus simples, plus courts et donc plus accessibles¹⁰¹⁸. Ces derniers seraient essentiellement utilisés lors des premiers tours de financement, dans un but d'économie de temps et d'argent. Depuis 2018, c'est chose faite, puisque la SECA propose pour la première fois les modèles dits *lights*, en plus des modèles « larges ». Les premiers sont appropriés pour des investissements allant de CHF 5 à 20 mio, tandis que les modèles *lights* sont recommandés pour des montants se situant entre CHF 500'000 et 5 mio¹⁰¹⁹.

II. Déroulement d'une transaction

- 544 Il faut tout d'abord savoir qu'un investissement en fonds propres, en tant qu'il procure une grande variété de droits à l'investisseur, est un processus coûteux, long et compliqué à mettre en place¹⁰²⁰, contrairement notamment à la structu-

¹⁰¹⁷ SECA, *Yearbook 2016*, p. 7.

¹⁰¹⁸ WENGER/SPECK, p. 183.

¹⁰¹⁹ SECA, *Investment agreement "light"*, p. II.

¹⁰²⁰ Entretien avec M. HARFOUCHE.

ration d'un contrat de prêt ordinaire. Pour le cas où la jeune société a un besoin urgent de liquidités, il est tout à fait envisageable de passer par le biais du prêt convertible, que nous aborderons dans la quatrième partie du présent travail.

Il est possible de diviser une transaction portant sur le financement d'une jeune société en trois phases principales : la préparation, la négociation et l'exécution¹⁰²¹. Suivront ensuite la cohabitation, puis le départ de l'investisseur, à savoir le désengagement.

545

A. Préparation

Tout d'abord prend place la phase de préparation pendant laquelle le *business plan*, véritable plan stratégique et financier, est mis au point avant de chercher des fonds. Plusieurs modèles de valorisation de la jeune société (cf. N 564 ss) sont examinés et l'examen de *due diligence* est préparé. Vient ensuite le moment de chercher des investisseurs intéressés¹⁰²². Pour ce faire, il est possible de s'adresser à des sociétés spécialisées dans la recherche de capitaux¹⁰²³, d'utiliser diverses plateformes et forums d'investissement ou encore de profiter du réseau d'un éventuel *business angel*. C'est aussi à ce stade que le choix du conseiller juridique est arrêté et que la planification fiscale et financière est effectuée¹⁰²⁴.

546

B. Négociation

Une fois que la liste d'investisseurs potentiels est définie, la phase de négociation débute¹⁰²⁵. Il s'agit de définir les divers droits et obligations des parties¹⁰²⁶ et éventuellement de peaufiner le *business plan*¹⁰²⁷. Il est d'usage de passer un NDA (« *non-disclosure agreement* », accord de confidentialité) avant de débiter les négociations¹⁰²⁸ ou du moins peu de temps après. Cette phase peut

547

¹⁰²¹ WENGER, *Venture Capital*, p. 19s. ; WENGER/SPECK, p. 182.

¹⁰²² BERNET/DENK, p. 81.

¹⁰²³ WENGER, *Venture Capital*, p. 21.

¹⁰²⁴ WENGER, *Venture Capital*, p. 19.

¹⁰²⁵ *Ibid.*

¹⁰²⁶ BERNET/DENK, p. 81.

¹⁰²⁷ WENGER, *Venture Capital*, p. 19.

¹⁰²⁸ Pour certains acteurs spécialisés, le NDA est très souvent inutile ou trop handicapant, cf. DELAYE, *Capital-risqueurs*, § 10.

s'avérer exténuante tant pour le fondateur que pour la société, et se termine généralement par la signature d'un *term sheet*¹⁰²⁹.

- 548 En règle générale, les points de friction principaux portent sur le privilège sur le produit de vente de la société, les droits d'acquisition, les conditions de l'*exit* de l'investisseur, en situation de succès ou d'échec, ainsi que la valorisation de la société¹⁰³⁰.

1. *Letter of Intent/Memorandum of Understanding*

- 549 Les parties choisissent parfois de fixer par écrit les bases de la négociation, sans que cela implique un engagement particulier. Cela se fait par le biais d'une lettre d'intention (*letter of intent*) ou d'un *memorandum of understanding*¹⁰³¹.

2. *Accord de confidentialité*

- 550 L'accord de confidentialité (« *non-disclosure agreement* », « *NDA* », « *Vertraulichkeitserklärung* ») est le fait de s'engager, contractuellement, à ne pas révéler à des tiers le contenu du contrat, ou certaines de ses modalités¹⁰³². Par cet accord, l'investisseur s'oblige à ne divulguer aucun document ou information technique ou commerciale, de nature électronique ou physique, obtenue dans le cadre de la transaction¹⁰³³. Dès le moment où la transaction – c'est-à-dire le financement – prend place, l'accord de confidentialité devient « obsolète »¹⁰³⁴, en ce sens que l'investisseur obtient en règle générale un accès aux informations sensibles, par le biais de son/ses représentant(s) au conseil d'administration ou par la convention d'actionnaires. L'accord de confidentialité est alors remplacé par une clause de confidentialité figurant dans les contrats de financement. Si la transaction n'aboutit pas, l'accord de confidentialité prévoit habituellement que l'investisseur détruise ou rende les documents et informations obtenus¹⁰³⁵.

¹⁰²⁹ FREI, *Assessment*, p. 10 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 73 ; WENGER/SPECK, p. 182 ; Entretien avec M. DUCOMMUN ; Entretien avec M. DÜNNER.

¹⁰³⁰ STREET, *Start-up*, § 5 ; Entretien avec M. WILHELM.

¹⁰³¹ FREI, *Assessment*, p. 9 ; MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 49 ss ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 48.

¹⁰³² MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 241.

¹⁰³³ MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 241 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 25.

¹⁰³⁴ WENGER, *Venture Capital*, p. 25.

¹⁰³⁵ *Ibid.*

Cet accord est en général l'un des premiers documents que les parties signent, pour permettre aux négociations – et plus généralement au processus de financement – de se dérouler au mieux. Il faut relever que les sociétés de capital-risque rechignent parfois à signer un tel document, qui pourrait prêter à tort ou empêcher leur investissement dans d'autres jeunes pousses¹⁰³⁶. La société devra, elle, s'assurer que l'investisseur est réellement intéressé par une prise de participation dans la société ou si, au contraire, il souhaite uniquement obtenir un accès à certaines informations sensibles¹⁰³⁷. Pour éviter les violations de confidentialité, l'accord de confidentialité peut être complété « utilement » par une clause pénale¹⁰³⁸, comme cela se fait pour la convention d'actionnaires (cf. N 1194 ss).

551

3. *Term sheet*

Le *term sheet* est un outil juridique nous venant du droit anglo-saxon¹⁰³⁹. Même s'il n'est généralement pas de nature impérative¹⁰⁴⁰, il est plutôt rare que les parties reviennent sur son contenu par la suite¹⁰⁴¹. Cela contribue donc grandement à la sécurité juridique et au confort des parties.

552

Ce document précise, dans les grandes lignes, le contenu matériel de la transaction, ainsi que le nom des parties, le montant de l'investissement, la valorisation *pre-* et *post-money*¹⁰⁴², les clauses anti-dilution, les éventuels plans d'intéressement, les avantages patrimoniaux des parties respectives, les types d'actions et privilèges y relatifs (par exemple les privilèges de liquidation), les droits de veto et de représentation, les décisions sujettes à majorité qualifiée,

553

¹⁰³⁶ WENGER, *Venture Capital*, p. 21.

¹⁰³⁷ VON PLANTA, *Déclarations et garanties*, p. 379. Pour plus de détails quant à l'accord de confidentialité dans le cadre du financement d'une jeune société, cf. VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 40 ss.

¹⁰³⁸ MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 243.

¹⁰³⁹ WENGER/SPECK, p. 183.

¹⁰⁴⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 47. Voir aussi le modèle de *term sheet* proposé par le SECA qui précise dans l'introduction « *there is no legally binding obligation [...]* ». Restent bien évidemment réservés les cas de *culpa in contrahendo*.

¹⁰⁴¹ WENGER, *Venture Capital*, p. 21. Voir WENGER/HONOLD, p. 146, qui vont jusqu'à dire que le *term sheet* est « *faktisch bindend* ». Voir aussi ENGEL/WYDEN, N 0.1, qui précisent que : « [d]as *Term Sheet* soll eine *quasiverbindliche Grundlage für die weiteren Verhandlungen sowie zur Ausarbeitung und Formulierung des Hauptvertrages bilden* », c'est nous qui soulignons.

¹⁰⁴² Il s'agit de la valorisation de la société avant (respectivement après) l'augmentation de capital. Cela se calcule en multipliant le nombre total d'actions avant (ou après) l'augmentation par le prix de l'action, cf. WENGER, *Venture Capital*, p. 29.

les possibilités de transfert des actions, avec enfin, un calendrier¹⁰⁴³, et parfois même, une clause d'exclusivité¹⁰⁴⁴. On peut aussi y prévoir un *breakup fee* pour le cas où la transaction n'aboutit pas à cause du vendeur¹⁰⁴⁵. L'« investisseur »¹⁰⁴⁶ reçoit alors un certain montant à titre d'indemnisation.

- 554 En général, une fois le *term sheet* signé, c'est la *due diligence* qui sera effectuée¹⁰⁴⁷. Elle permet d'évaluer la situation et le potentiel de la société¹⁰⁴⁸ et consiste en l'analyse des aspects technologiques, juridiques, fiscaux, commerciaux et financiers de la société¹⁰⁴⁹.

C. Exécution

- 555 Enfin, après la signature du *term sheet*, la phase d'exécution des contrats de financement prend place : il s'agira alors de signer le contrat d'investissement et la convention d'actionnaires pour clore la transaction et conclure le tour de financement (« *signing and closing* »)¹⁰⁵⁰. C'est un processus relativement long et coûteux puisqu'il s'étend en pratique sur une durée pouvant aller de 1 à 12 mois¹⁰⁵¹. Les détails de l'exécution sont prévus dans le contrat d'investissement. Il est conseillé de laisser l'avocat s'occuper du *closing*, car il a une meilleure connaissance des pièces et un accès facilité aux documents relevant¹⁰⁵².
- 556 Les documents suivants devront être rédigés pour permettre le bon déroulement de la transaction¹⁰⁵³ :

¹⁰⁴³ BONVIN, *Capital-risque*, § 6 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 49 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 26 ; Entretien avec M. DUCOMMUN.

¹⁰⁴⁴ Pour plus de détails sur la clause d'exclusivité, cf. VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 42s.

¹⁰⁴⁵ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 49. Analyse plus détaillée du *breakup fee*, cf. VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 44 ss.

¹⁰⁴⁶ Entre guillemets puisqu'il ne sera en réalité jamais investisseur, la transaction n'ayant pas abouti.

¹⁰⁴⁷ LUKAS, *Bewertung*, p. 73.

¹⁰⁴⁸ TF 4A_301/2012 du 19 septembre 2012 ; HERZOG, *Kauf und Verkauf*, p. 23.

¹⁰⁴⁹ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 19 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 20.

¹⁰⁵⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 49 ; WENGER/SPECK, p. 183.

¹⁰⁵¹ HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 937, qui parle de 4 à 12 mois. *Contra* WENGER, *Venture Capital*, p. 20, qui parle lui de 1 à 2 mois. Pour plus de détails quant à l'aspect technique de l'exécution, notamment en ce qui concerne le dépôt des fonds sur un compte bancaire bloqué, cf. FREY, *Investment Agreement*, p. 48s.

¹⁰⁵² WENGER/SPECK, p. 187.

¹⁰⁵³ Pour la liste qui suit, FREY, *Investment Agreement*, p. 50.

- a. Déclaration de la part du fondateur et de la société qu'ils ont informé l'autre partie au meilleur de leurs connaissances (« *nach bestem Wissen und Gewissen* »¹⁰⁵⁴) ;
- b. Éventuelle déclaration de départ d'un ou de plusieurs membres du conseil d'administration ;
- c. Éventuelle acceptation de nomination d'un ou de plusieurs futurs membres du conseil d'administration ;
- d. Procuration des actionnaires existants visant à permettre à un seul représentant d'aller voter l'augmentation de capital ;
- e. Formulaire signé concernant l'inscription au registre du commerce de la modification du capital, des statuts et du conseil d'administration ;
- f. Convention d'actionnaires signée ;
- g. Nouveaux contrats de travail du *management* ;
- h. Confirmation de la banque que le montant convenu a été bloqué ;
- i. Règlement d'organisation ;
- j. Ainsi que tout autre document nécessaire selon le cas d'espèce.

D. Désengagement

1. Généralités

Le désengagement de l'investisseur est une phase extrêmement importante pour l'investisseur. En effet, la motivation principale de ce dernier était de pouvoir liquider son investissement et de réaliser la plus-value espérée¹⁰⁵⁵. Comme le formule GERHARD de manière fort élégante, l'investisseur « ne procédera [...] à un investissement que s'il connaît le chemin de la sortie et s'il peut, le cas échéant, forcer la société-cible et les autres actionnaires à prendre ce chemin »¹⁰⁵⁶. Pour toutes ces raisons, il est essentiel que le pacte d'actionnaires soit rédigé de manière extrêmement précise et claire, afin que le désengagement puisse s'effectuer de la manière la plus harmonieuse possible.

Ainsi, c'est déjà durant les négociations concernant l'investissement que les perspectives d'*exit* sont discutées¹⁰⁵⁷. Plusieurs clauses sont généralement utilisées pour assurer à l'investisseur qu'il pourra se désengager le moment

557

558

¹⁰⁵⁴ WENGER, *Venture Capital*, pp. 27 et 51.

¹⁰⁵⁵ GERHARD, *Exit*, p. 91 ; JACCARD, *Privilège de liquidation*, p. 60 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 214 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 4, ndbp 1 ; SÖDING, *Private Equity*, pp. 371 et 375.

¹⁰⁵⁶ GERHARD, *Exit*, p. 95. Voir aussi ETIQUE/VILLA, p. 250s.

¹⁰⁵⁷ JACCARD, *Privilège de liquidation*, p. 60.

voulu¹⁰⁵⁸ dans le but de réaliser son *upside potential*, ou au contraire, pour éviter de trop perdre. On appelle cela les *exit rights*¹⁰⁵⁹ ou clauses de sorties. Elles permettent aux investisseurs et/ou au fondateur de contrôler et moduler la manière et les circonstances dans lesquelles ils se désengageront¹⁰⁶⁰.

559 A noter que le rendement espéré par le bailleur de fonds propres ne pourra pas être satisfait par le paiement d'intérêts, comme lors d'un financement par fonds étrangers. En outre, comme déjà mentionné précédemment, la jeune société ne distribuera en principe pas de dividendes, puisqu'elle engendre le plus souvent des pertes dans ses premières années d'existence ; même si elle devait réaliser rapidement un bénéfice, celui-ci sera réinvesti dans le développement et la croissance de la jeune société¹⁰⁶¹. Enfin, l'investisseur préférera largement le gain en capital réalisé lors de la revente de ses parts, pour des raisons fiscales. Toutefois, il faut savoir que les actions d'une jeune société, même lorsque cette dernière s'est développée de manière optimale, restent fortement illiquides, c'est-à-dire qu'il est difficile de trouver un acheteur intéressé. C'est pour cela, entre autres, que l'investisseur souhaitera s'assurer que les scénarios d'*exits* sont clairement définis et susceptibles de se réaliser sans anicroche¹⁰⁶², par exemple à l'aide de droits – et/ou obligations – d'acquisition (cf. 899 ss).

560 En plus des cas de liquidation, il existe plusieurs scénarios de sorties classiques¹⁰⁶³ : l'entrée en bourse, la vente de la société à un investisseur stratégique ou à un investisseur financier, le rachat de la participation de l'investisseur par les actionnaires ou la société financée¹⁰⁶⁴, voire parfois la recapitalisation¹⁰⁶⁵. Les coûts de l'*exit* doivent aussi être pris en compte par les parties. Ils vont généralement de CHF 10'000 à 250'000¹⁰⁶⁶.

¹⁰⁵⁸ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 214.

¹⁰⁵⁹ SÖDING, *Private Equity*, p. 371.

¹⁰⁶⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 218.

¹⁰⁶¹ ETIQUE/VILLA, p. 250 ; GERHARD, *Exit*, p. 96.

¹⁰⁶² VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 218.

¹⁰⁶³ NZZ.ch, *Verstopfte Abflussrohre bei Private Equity*, 15 février 2008 <https://www.nzz.ch/verstopfte_abflussrohre_bei_private_equity-1.671302> (consulté le 27 juin 2019).

¹⁰⁶⁴ ETIQUE/VILLA, p. 250.

¹⁰⁶⁵ Pour une liste exemplative de cas de désengagements importants entre 2012 et 2017, cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 9.

¹⁰⁶⁶ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 217.

2. Motivation

Lorsqu'on s'intéresse aux motifs du désengagement, on s'aperçoit que c'est avant tout les perspectives de gain financier qui motivent l'investisseur à quitter le navire¹⁰⁶⁷.

561

Toutefois, d'autres raisons peuvent inciter – ou au contraire faire hésiter – l'investisseur à se désengager. Tout d'abord, cela dépendra du type d'investisseur : ainsi, la société de capital-risque aura moins de scrupules à réaliser son *exit* (même lorsque cela pourrait signifier la fin de la jeune société) par rapport à un *business angel* ou encore un ami du fondateur ayant injecté des fonds. En effet, comme déjà abordé, les investisseurs providentiels (mais aussi les trois F) ont parfois une relation plus étroite et personnelle avec l'entreprise et ses fondateurs. Les raisons du désengagement peuvent aussi être liées à la détérioration de la relation entre le fondateur et l'investisseur, empêchant le développement serein de la jeune société. On peut enfin mentionner des raisons plus subjectives et personnelles, par exemple lorsque l'investisseur a besoin des fonds, parce qu'une meilleure opportunité se présente à lui¹⁰⁶⁸.

562

3. *Exit* partiel

Nous considérons judicieux de rappeler que le désengagement peut être partiel. Autrement dit, l'investisseur ne peut céder qu'une partie de sa participation. Cela lui permet, selon les scénarios, de réaliser le retour sur investissement attendu, mais aussi de participer à une éventuelle plus-value supplémentaire future, par exemple lorsqu'il pense que l'entrée en bourse permettra des revenus plus importants. Dans le cas d'une *trade sale*, un désengagement partiel est difficilement envisageable, le repreneur souhaitant en général acquérir la jeune société en entier. On pourrait toutefois imaginer que l'investisseur puisse recevoir une participation dans la société reprenante.

563

¹⁰⁶⁷ SECA, *Shareholders agreement*, p. 4, ndbp 1.

¹⁰⁶⁸ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 214.

III. Valorisation

A. Généralités

- 564 La valorisation d'une jeune société est un art¹⁰⁶⁹ et relève même parfois, selon HERITIER LACHAT, de la divination¹⁰⁷⁰ : bien qu'extrêmement difficile à effectuer, elle reste nécessaire en cas d'investissement, et donc d'entrée au capital de nouveaux actionnaires, mais aussi en cas d'acquisition, de fusion ou de l'élaboration d'un plan d'intéressement du *management*¹⁰⁷¹.
- 565 Fixer la valeur de la jeune société permet de définir l'importance de la participation que le bailleur de fonds recevra en échange de son investissement¹⁰⁷². En pratique, la jeune société formulera une demande portant sur un montant défini, et il s'agira de négocier la participation obtenue en contrepartie¹⁰⁷³. Le fondateur a tout intérêt à obtenir une valorisation aussi élevée que possible, alors que l'investisseur souhaite obtenir une valorisation aussi basse que possible¹⁰⁷⁴. Les désaccords concernant la valeur de la société peuvent fortement ralentir, voire tout simplement faire avorter les transactions espérées¹⁰⁷⁵. Il s'agit d'ailleurs souvent du principal point de friction durant les négociations¹⁰⁷⁶.
- 566 Enfin, une valorisation – ou du moins une tentative de valorisation – doit être effectuée lorsqu'un actionnaire souhaite se désengager et partant, se séparer de ses actions¹⁰⁷⁷. Le prix de ces dernières doit alors être déterminé selon les mécanismes définis par les parties.

B. Problématique

- 567 Alors qu'il est relativement aisé de valoriser une société mature, possédant des revenus réguliers et stables, en faire de même avec une jeune société est au-

¹⁰⁶⁹ FREI, *Assessment*, p. 3.

¹⁰⁷⁰ HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 106.

¹⁰⁷¹ FREI, *Assessment*, p. 209.

¹⁰⁷² FREI, *Assessment*, pp. 10 et 99 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 19 ; Entretien avec M. BEAUMONT.

¹⁰⁷³ Entretien avec M. WETZEL.

¹⁰⁷⁴ FREI, *Assessment*, p. 210s.

¹⁰⁷⁵ BERGER ET AL., p. 566.

¹⁰⁷⁶ Entretien avec M. WETZEL.

¹⁰⁷⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 296.

trement plus compliqué¹⁰⁷⁸. En d'autres termes, il est extrêmement complexe d'aboutir à une valorisation qui reflète la réalité, car il est, en amont, délicat de savoir ce qu'est, ou ce que sera, la réalité de la jeune société¹⁰⁷⁹. Comme le dit si bien FREI, « *the value lies in the potential of the future rather than in the present situation of the company* »¹⁰⁸⁰. Cela signifie que c'est la valeur de continuation – et non de liquidation – de la société qui est essentielle ; on appelle cela le « *going concern* »¹⁰⁸¹.

De grandes incertitudes existent malheureusement, tant sur le plan économique et technique que juridique. Tout d'abord, le risque pour l'investisseur est élevé : les chances de succès sont fines et les changements de marchés peuvent s'avérer catastrophiques. De plus, la jeune société ne dispose pas encore de produits commercialisables¹⁰⁸² ; si elle en dispose, leur succès n'est pas garanti. Prioritairement, il faudra inspecter la solidité du *business plan* et des informations qu'il contient¹⁰⁸³ ; ces dernières pourront être vérifiées dans le cadre de la *due diligence*¹⁰⁸⁴. L'investisseur doit néanmoins rester conscient qu'il ne dispose que des informations qu'il récolte dans le cadre de sa *due diligence* et des informations supplémentaires que le fondateur veut bien lui fournir¹⁰⁸⁵. Pour y remédier, l'investisseur se fiera plus facilement à ses instincts et à son expérience dans l'investissement.

568

C. Méthodes

Il existe une multitude de méthodes d'évaluation permettant de valoriser une société. Cependant, les méthodes traditionnelles peuvent s'avérer inadéquates lorsque vient le temps d'évaluer une jeune société¹⁰⁸⁶. Le nombre de variables et le fait que les données sur lesquelles elles reposent ne sont jamais entièrement fiables, ce qui a pour conséquence qu'aucune méthode n'est véritable-

569

¹⁰⁷⁸ FREI, *Assessment*, p. 28.

¹⁰⁷⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 296 et les références citées.

¹⁰⁸⁰ FREI, *Assessment*, p. 99.

¹⁰⁸¹ FREI, *Assessment*, p. 99 ; GERHARD, *Évaluation*, p. 32.

¹⁰⁸² GANTENBEIN/FORRER, p. 915s.

¹⁰⁸³ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 14s.

¹⁰⁸⁴ BERGER ET AL., p. 566.

¹⁰⁸⁵ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 15.

¹⁰⁸⁶ BEHR/WIRTH, p. 161.

ment parfaite¹⁰⁸⁷. Il est conseillé, selon les circonstances, de les combiner ou d'en utiliser plusieurs parallèlement, et d'en comparer les résultats pour en dégager une constante¹⁰⁸⁸. En sus d'une tentative de valorisation, l'investisseur accordera aussi beaucoup d'importance aux qualités du *management* et des employés. On appelle cela le capital intellectuel¹⁰⁸⁹.

- 570 Plusieurs méthodes complémentaires – ou de substitution – ont été développées : il s'agit d'analyses de scénarios, de comparaisons de prix et/ou de volumes de transactions dans certaines branches voisines ainsi que l'intégration de nouveaux facteurs de risque dans le calcul des coûts du capital¹⁰⁹⁰.
- 571 Selon une enquête menée en 2004 en Allemagne, la méthode préférée des sociétés de capital-risque était la méthode des comparables (« *Marktvergleichsmethode* »)¹⁰⁹¹. Les méthodes de sélection, et donc de valorisation, dépendent toutefois grandement de l'état du marché du capital-risque¹⁰⁹². Ainsi, en Suisse, le critère le plus important lorsqu'il s'agit de sélectionner est le « *Unique Selling Proposition* » (cf. N 120), suivi par le potentiel commercial¹⁰⁹³. Pour le *business angel*, ce sont essentiellement plus les personnes dirigeant la société qui l'intéresseront, à savoir le *management* et les fondateurs, ainsi que leur motivation. Quant à la méthode de valorisation du *business angel*, c'est parfois simplement en se fiant à ses instincts et à son expérience qu'il procédera¹⁰⁹⁴.
- 572 Le présent travail s'inscrivant dans une veine juridique et non économique, nous avons choisi de décrire simplement les diverses méthodes connues. Les formules et autres aspects mathématiques et économiques ont été délibérément laissés de côté¹⁰⁹⁵.

¹⁰⁸⁷ BERGER ET AL., p. 569 ; GERHARD, *Évaluation*, p. 3 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 21. Par ailleurs, la méthode de la valeur de rendement (« *Ertragswertmethode* ») ne permet pas de se représenter de manière correcte le coût du capital ; cela est dû aux innombrables possibilités de développement. La méthode de la valeur de marché (« *Marktwertmethode* ») est naturellement inadaptée, en raison de l'illiquidité des titres de participations d'une jeune société, cf. GANTENBEIN/FORRER, p. 916 ; GERHARD, *Évaluation*, p. 34 ss.

¹⁰⁸⁸ BERGER ET AL., p. 570 ; Entretien avec M. HARFOUCHE.

¹⁰⁸⁹ CHENAUX, *Plans d'intéressement*, p. 446.

¹⁰⁹⁰ GANTENBEIN/FORRER, p. 918s. ; WENGER, *Venture Capital*, p. 23. Pour une analyse détaillée des méthodes utilisées par les VCs allemands, cf. DITTMANN ET AL., p. 1 ss.

¹⁰⁹¹ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 14 qui renvoie à DITTMANN ET AL.

¹⁰⁹² BIRNER, *Evaluation*, p. 18s. ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 15.

¹⁰⁹³ *Ibid.*

¹⁰⁹⁴ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 22.

¹⁰⁹⁵ Par ailleurs, nous renonçons à aborder la méthode de l'*option pricing* et la méthode des praticiens. Pour plus de détails sur cette seconde méthode, cf. HERZOG, *Kauf und Verkauf*,

1. Valeur intrinsèque

La méthode fondée sur la valeur intrinsèque (ou « valeur substantielle », 573 « *Substanzwertmethode* ») se réfère à la « somme de toutes les positions à l'actifs du bilan, de laquelle on déduit les fonds étrangers »¹⁰⁹⁶. En plus de se heurter à la non-pertinence de certains coûts¹⁰⁹⁷, cette méthode ne tient pas compte d'aspects élémentaires, tels les listes de clients, les droits de propriété intellectuelle ou le *know-how* des employés-clé. Par ailleurs, les réserves latentes n'apparaissent pas et ne sont donc pas reflétées dans la valorisation¹⁰⁹⁸.

Rappelons en outre que la jeune société ne possède que peu d'actifs. Sa valeur intrinsèque est donc extrêmement faible, si bien que cette méthode devrait être rapidement écartée, tout comme la valeur de rendement et la valeur moyenne¹⁰⁹⁹. 574

2. VC-methode

La *Venture-Capital-Methode* est une manière de valoriser la jeune société, 575 utilisée par les sociétés de capital-risque¹¹⁰⁰. Elle illustre parfaitement l'idée que la motivation principale d'une société de capital-risque est le retour sur investissement, réalisé lors de l'*exit*.

p. 25 ss ; HÜTTCHÉ, *Evolutions*, p. 1140 ss ; LUKAS, *Bewertung*, p. 22 et les références citées. Pour un excellent aperçu des diverses méthodes, se référer à la publication de l'Aargauische Kantonalbank, *Unternehmensbewertung – Was ist meine Firma wert ?* <<https://www.akb.ch/documents/30573/89695/unternehmensbewertung.pdf/9252635b-ac09-2896-b240-e4ca8479dc87?version=1.0>> (consulté le 27 juin 2019).

¹⁰⁹⁶ GERHARD, *Évaluation*, p. 31 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 20.

¹⁰⁹⁷ GANTENBEIN/FORRER, p. 916 : « [d]ie Substanzwertmethoden sind kostenbasiert und berechnen den Wert als den bereinigten Buchwert des Eigenkapitals. Aufgrund des Vergangenheits-bezugs sind diese Methoden indessen wenig nützlich und in der Praxis irrelevant für die Bewertung von Start-up-Firmen. Bei etablierten Unternehmen dient der Substanzwert meist als Indikator einer Wertuntergrenze. Bei Start-up-Firmen ist aber selbst dies fraglich, weil die immateriellen Werte im Buchwert des Eigenkapitals nicht oder nicht ausreichend berücksichtigt sind und im Regelfall kaum materielle Werte vorliegen. Der zentrale kritische Punkt ist aber, dass sich aus historischen Kosten nur unter ganz spezifischen Annahmen eine Aussage über den Wert ableiten lässt ».

¹⁰⁹⁸ GERHARD, *Évaluation*, p. 31 ss.

¹⁰⁹⁹ Pour plus d'informations quant à ces valeurs, cf. GERHARD, *Évaluation*, p. 36s. ainsi que LUKAS, *Bewertung*, p. 20.

¹¹⁰⁰ Entretien avec M. HARFOUCHE.

- 576 Selon cette méthode, il s'agit tout d'abord d'estimer la durée de l'engagement, le type de désengagement (IPO, *trade sale*, etc.) ainsi que le rendement obtenu lors du désengagement futur. Pour calculer cet *exit price*, on peut se référer à d'autres méthodes (multiples, DCF, etc.) ou comparer avec d'autres transactions similaires, et pourquoi pas mélanger toutes ces méthodes de calcul¹¹⁰¹. Il faudra toutefois prendre en compte les éventuelles – et probables – dilutions, suite à de nouveaux tours de financement¹¹⁰².
- 577 On réduit ensuite ce prix selon la durée et les risques de l'investissement pour aboutir à une valeur. Autrement dit, on tente de déterminer en premier lieu à combien l'on pourra vendre pour savoir à combien il faut acheter. Cette méthode est particulièrement adaptée pour les très jeunes sociétés.

3. *Discounted Cash-Flow*

- 578 La méthode du *Discounted Cash-Flow* (communément abrégée « DCF »), ou « valeur actualisée de flux de trésorerie » en français, prend en compte les *cash-flows* futurs, sur une certaine période et en y associant un certain risque¹¹⁰³. Autrement dit, on tente de déterminer la valeur du revenu futur, c'est-à-dire le *free cash-flow*, en le réduisant selon le *discount rate*, qui est lui fonction du risque¹¹⁰⁴. Comme le confie GERHARD, la méthode peut être décomposée en cinq étapes : 1) détermination des flux de trésorerie disponible sur un horizon explicite, 2) détermination de la valeur terminale sur la base d'un flux normatif, 3) calcul du taux d'actualisation, 4) actualisation des flux de trésorerie et détermination de la valeur d'entreprise, et enfin 5) détermination de la valeur des capitaux propres¹¹⁰⁵.
- 579 Cette méthode est l'une des plus utilisées lorsqu'il s'agit de valoriser une société¹¹⁰⁶. En effet, elle permet de prendre en compte les perspectives de croissance et les besoins futurs de la société¹¹⁰⁷. Toutefois, les résultats varient fortement en fonction des hypothèses retenues, pouvant ainsi aller du simple au double, voire plus. Par ailleurs, elle se prête mal à la valorisation d'une

¹¹⁰¹ FREI, *Assessment*, p. 131.

¹¹⁰² LUKAS, *Bewertung*, p. 23.

¹¹⁰³ GERHARD, *Évaluation*, p. 37 ; HERZOG, *Kauf und Verkauf*, p. 29 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 20.

¹¹⁰⁴ Sur les raisons pour lesquelles on se réfère au *cash-flow* libre plutôt qu'au bénéfice ou dividendes : FREI, *Assessment*, p. 114 ss.

¹¹⁰⁵ GERHARD, *Évaluation*, pp. 38-40.

¹¹⁰⁶ BERGER ET AL., p. 569s.

¹¹⁰⁷ GERHARD, *Évaluation*, p. 41. Sur la question des erreurs dans les prédictions et hypothèses retenues, cf. CATHOMAS/VON DER CRONE, p. 116s.

jeune société innovante, puisqu'il y a encore énormément de variables inconnues¹¹⁰⁸.

4. Méthode des comparables

La méthode des comparables (aussi appelée méthode des multiples) se fonde sur l'existence de transactions similaires – ou comparables – pour permettre de valoriser la jeune société. On détermine ensuite certains ratios ou multiples que l'on appliquera à certains facteurs, pour apprécier la valeur de la société¹¹⁰⁹.

Cette méthode peut être intéressante, pour autant que les comparables et des multiples pertinents aient été identifiés¹¹¹⁰. On commence par sélectionner plusieurs sociétés similaires, actives dans un secteur identique ou proche, avec des perspectives de croissance analogues¹¹¹¹. Il faut être particulièrement attentif à ce que les caractéristiques d'exploitation soient semblables : on pense ici en particulier à la structure d'exploitation, à la taille du marché, à la typologie de la clientèle, au taux de croissance, etc.¹¹¹².

Les multiples peuvent être fonction des bénéfices (« *earning multiple* ») ou des revenus (« *revenue multiple* »)¹¹¹³, mais aussi de l'EBIT ou de l'EBITDA¹¹¹⁴. Il est aussi possible de s'appuyer sur des facteurs spécifiques à certains secteurs : les coûts de R&D pour les sociétés *biotech*, le nombre de visiteurs ou d'utilisateurs pour les sociétés actives sur la toile, le nombre de téléchargements journaliers pour une société commercialisant une application¹¹¹⁵. Après avoir déterminé quel sera le facteur à multiplier, il faudra en déterminer le multiple, c'est-à-dire par combien devra être multiplié le facteur choisi.

¹¹⁰⁸ Entretien avec M. BEAUMONT, qui le résume élégamment en ces mots : « alors que dans une société mature, les choses ne se passent souvent pas comme prévues, dans une *start-up*, en général, on ne fait *pas* ce qu'on avait prévu ».

¹¹⁰⁹ A titre d'exemple, l'indicateur peut être le nombre de visites pour un site internet ou le nombre de téléchargements pour une application.

¹¹¹⁰ FREI, *Assessment*, p. 103.

¹¹¹¹ GERHARD, *Évaluation*, p. 41.

¹¹¹² GERHARD, *Évaluation*, p. 43.

¹¹¹³ Pour plus de détails sur ces multiples, CATHOMAS/VON DER CRONE, p. 117 ; FREI, *Assessment*, p. 125s.

¹¹¹⁴ EBIT signifie *earnings before interests and taxes* (bénéfice avant intérêts et impôts). EBITDA signifie quant à lui *earnings before interests and taxes, depreciation and amortization* (bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement).

¹¹¹⁵ LUKAS, *Bewertung*, p. 22.

583 Le problème de cette méthode est qu'elle implique de trouver suffisamment de transactions similaires, et avoir accès à certains détails desdites transactions, qui sont parfois confidentiels ou difficiles d'accès. Les sociétés de capital-risque effectuent généralement de telles comparaisons à l'aide de diverses bases de données.

5. Pratique des tribunaux

584 En cas de litige, notamment lorsque des droits d'acquisition ont été convenus en faveur d'une partie, il est possible que les tribunaux soient appelés à décider si la méthode retenue était correcte ; la méthode doit être « compréhensible, plausible, reconnue, largement répandue dans des cas similaires et meilleure ou tout au moins aussi confirmée que d'autres méthodes au cas d'espèce »¹¹¹⁶. C'est notamment lorsque la société refuse un transfert d'actions et reprend les actions, pour son propre compte ou celui d'autres actionnaires ou de tiers, à leur « valeur réelle » (art. 685b al. 1 *in fine* CO) que le juge devra déterminer si l'indemnité correspondait effectivement à la valeur réelle.

D. Primes et décotes

585 Une fois la valeur de la société évaluée se pose encore la question des primes et décotes, en fonction du volume de participation acquise ou transférée. En effet, selon la quantité d'actions aliénées, l'acquéreur peut potentiellement acquérir le contrôle de la société, ce qui augmente la valeur des actions, ou au contraire n'est que minoritaire et n'a par conséquent qu'une influence réduite, ce qui réduit bien entendu la valeur de sa participation¹¹¹⁷.

1. Prime de contrôle

586 La prime de contrôle (« *control premium* ») est le prix supplémentaire consenti par un investisseur pour détenir le contrôle du capital¹¹¹⁸. Cette plus-value vient de ce que l'actionnaire majoritaire peut gérer la société à sa manière et

¹¹¹⁶ TF 4C.363/2000 du 3 avril 2001, consid. 3b, trad. par GERHARD, *Évaluation*, p. 44.

¹¹¹⁷ CHERIDITO/SCHNELLER, p. 416 ; LAUTENBACH-KOCH/MEIER-MAZZUCATO, p. 358.

¹¹¹⁸ CHERIDITO/SCHNELLER, p. 418 ; GERHARD, *Évaluation*, p. 49.

que d'éventuelles synergies peuvent être mises sur pied. En pratique, la prime de contrôle se situe entre 10 et 30% de la valeur de référence¹¹¹⁹.

2. Décote de minorité

La décote de minorité (« *minority discount* ») est une réduction de la valeur des titres de la société, en raison du fait que lesdits titres, en tant qu'ils ne procurent aucune majorité au détenteur, ne permettent pas d'exercer une influence suffisante sur la marche de la société (stratégie d'entreprise, utilisation du bénéfice, composition du *management*, informations, etc.)¹¹²⁰.

587

3. Prime de minorité

La prime de minorité est une augmentation du prix d'un certain nombre d'actions, lorsque ces dernières permettent de dépasser certains seuils et de constituer des minorités suffisantes pour s'opposer à certaines décisions. La prime de minorité varie en fonction de l'importance du droit obtenu par le seuil de minorité¹¹²¹. En pratique, il arrive par exemple que les fondateurs majoritaires s'opposent à des investisseurs minoritaires, possédant cependant une participation suffisante pour s'opposer aux décisions requérant une majorité qualifiée¹¹²².

588

Ci-après et sous forme de tableau, un bref récapitulatif des seuils de minorités pour l'exercice de certains droits¹¹²³.

589

¹¹¹⁹ GERHARD, *Évaluation*, p. 49. Voir aussi CHERIDITO/SCHNELLER, p. 418 et l'étude citée, menée par PwC en 2008.

¹¹²⁰ CHERIDITO/SCHNELLER, p. 418 ; GERHARD, *Évaluation*, p. 51s. Voir aussi la critique d'une telle décote par cet auteur, p. 52s., qui considère qu'il s'agit plutôt de l'annulation de la prime de contrôle que d'une réelle décote.

¹¹²¹ GERHARD, *Évaluation*, p. 55.

¹¹²² HARI, *Rôle du conseil d'administration*, p. 31.

¹¹²³ Inspiré de GERHARD, *Évaluation*, p. 55.

590

Seuil minimal	Droit	Base légale
2%	de s'opposer à l'annulation des titres restants après une OPA	art. 137 LIMF
3%	de s'opposer aux décisions de la COPA dans une OPA	art. 56 al. 3 OOPA
10%	de s'opposer à une fusion prévoyant uniquement un dédommagement (fusion <i>squeeze-out</i> ¹¹²⁴)	art. 18 al. 5 LFus
10%	d'instituer un contrôle spécial	art. 697b CO
10%	de convoquer l'assemblée générale	art. 699 al. 3 CO
10% ou 1 mio	de requérir l'inscription d'un objet à l'ordre du jour	art. 699 al. 3 CO ¹¹²⁵
33.33%	de s'opposer à toute décision dite importante de l'assemblée générale	art. 704 CO
50%	de s'opposer à toute décision ordinaire de l'assemblée générale	art. 703 CO

4. Décote d'illiquidité

591 La décote d'illiquidité (« *illiquidity discount* ») est une réduction de la valeur des titres d'une société, du fait de leur manque de liquidité, c'est-à-dire en raison des difficultés d'acheter ou vendre ces titres. L'illiquidité est le fait de ne pas parvenir à trouver un prix et une contrepartie pour le transfert d'un actif¹¹²⁶. Les titres non cotés, faisant l'objet d'une restriction de transmissibilité statutaire et/ou conventionnelle, sont ainsi particulièrement difficiles, voire impossibles à transférer¹¹²⁷ ; ils sont fortement illiquides. La décote d'illiquidité appliquée se situe entre 15 et 20% de la valeur de référence¹¹²⁸.

592 Les restrictions de transmissibilité étant quasi-systématiques en ce qui concerne les titres de participation des jeunes sociétés, la décote d'illiquidité se doit d'être prise en compte, d'autant plus lorsqu'elle porte sur une participation minoritaire. Toutefois, elle peut être relativisée par la mise en place de

¹¹²⁴ HARI, *Squeeze-out*, p. 709.

¹¹²⁵ Ainsi que ATF 142 III 16.

¹¹²⁶ CHERIDITO/SCHNELLER, p. 419 ; GERHARD, *Évaluation*, p. 56 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 29.

¹¹²⁷ GERHARD, *Évaluation*, p. 56s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 218 et la référence citée.

¹¹²⁸ CHERIDITO/SCHNELLER, p. 421 ; GERHARD, *Évaluation*, p. 57.

droits d'acquisition (et/ou d'obligations de reprise) : par de tels instruments contractuels, il devient possible d'imposer son désir d'aliéner ses actions à l'autre partie ou à la société (*cf.* N 899 ss).

5. Adaptation

Il arrive que les parties décident qu'une adaptation de la valorisation (et donc de la part de capital remise à l'investisseur) soit effectuée, lorsque certains *milestones* sont réalisés¹¹²⁹, respectivement ne sont pas réalisés. 593

E. Désaccord

Bien souvent, la valorisation est un point sensible lors des négociations. En raison du fait que c'est l'évaluation de la jeune société qui permettra de déterminer l'importance de la participation au capital remise à l'investisseur, les négociations commencent souvent par un « grand écart »¹¹³⁰ ; il n'est ainsi pas rare d'avoir des différences de valorisation dont les facteurs varient d'un à dix. 594

Lorsque les parties n'arrivent pas à s'accorder sur la valeur de la société, malgré le choix de la méthode et des données pertinentes, elles seront bien avisées de réserver le recours à un expert¹¹³¹. Même si l'exercice de la valorisation restera toujours aussi laborieux pour ce dernier, sa décision aura le mérite d'être neutre et de mettre les parties d'accord. 595

F. Importance des négociations et des parties

Les acteurs et experts du financement le savent pertinemment : une société a une valeur et un prix, et les deux chiffres correspondent rarement¹¹³². Alors que la valeur est le résultat auquel une évaluation aboutit, le prix constitue « la convergence entre l'offre et la demande »¹¹³³. La transaction entre les parties pour l'entrée au capital du bailleur de fonds dépendra grandement des négociations ; les méthodes de valorisation servant principalement de « bases quan- 596

¹¹²⁹ BONVIN, *Start-up*, § 11 ; FREI, *Assessment*, p. 103.

¹¹³⁰ Entretien avec M. WETZEL.

¹¹³¹ HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 108.

¹¹³² Comme le formule Warren BUFFET, « *Price is what you pay, value is what you get* », 2008 *Chairman's letter*, p. 5. <<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2008ltr.pdf>> (consulté le 27 juin 2019).

¹¹³³ BERGER ET AL., p. 570 ; GERHARD, *Évaluation*, p. 2.

titatives » auxdites négociations¹¹³⁴. En d'autres termes et comme le déclare très justement HERZOG, « *die Bewertung ist lediglich ein Element zur Preisfindung* »¹¹³⁵.

597 Il faut relever que la valeur d'une entreprise dépend des parties impliquées. Ainsi, la *fair market value* est la valeur à laquelle un accord serait trouvé entre un fondateur et un investisseur, sans influence externe et en bonne connaissance de cause. A cela s'oppose l'*investment value*, qui dépend de l'intérêt qu'un investisseur particulier porte à la société. Cette valeur peut ne pas correspondre à la *fair market value*, par exemple parce que l'investisseur concerné y voit des possibilités de synergie ou d'optimisation fiscale¹¹³⁶ ; il sera donc prêt à payer plus.

598 Enfin, la position du fondateur est largement renforcée lorsque la société, respectivement l'idée porteuse, est extrêmement alléchante et qu'elle crée une concurrence entre investisseurs : plus les bailleurs de fonds intéressés sont nombreux, plus le fondateur pourra éviter de se voir imposer des conditions excessives¹¹³⁷. Un jeu « d'enchères » peut alors prendre place entre les bailleurs de fonds. C'est le cas lorsque plusieurs investisseurs potentiels sont en concurrence et surenchérissent entre eux. C'est ainsi le principe de l'offre et la demande qui permet d'arriver à une valorisation.

Exemple : le fondateur de la société JS SA cherche un investisseur. Il propose 25% du capital-actions en échange d'un investissement de CHF 500'000. Plusieurs investisseurs se manifestent. En fin de compte, le fondateur retient l'offre la plus élevée à CHF 580'000.

599 Cette concurrence entre investisseurs, courante dans la *Silicon Valley*, est malheureusement rare, voire quasi-inexistante en Suisse. En cause, le déséquilibre entre l'offre et la demande de financement¹¹³⁸. En d'autres termes, c'est encore trop souvent l'investisseur qui « tient le couteau par le manche »¹¹³⁹.

¹¹³⁴ FREI, *Assessment*, p. 99 et les références citées, et p. 211 ; HERZOG, *Kauf und Verkauf*, p. 32 ; Entretien avec M. DUTHEIL.

¹¹³⁵ HERZOG, *Kauf und Verkauf*, p. 32.

¹¹³⁶ FREI, *Assessment*, p. 101 et les références citées.

¹¹³⁷ VON PLANTA, *Déclarations et garanties*, p. 379, par analogie.

¹¹³⁸ Entretien avec M. WETZEL.

¹¹³⁹ Entretien avec M. WILHELM.

Chapitre 2 : Contrat d'investissement et de souscription

I. Présentation générale

Il est temps d'exposer en quoi consiste le contrat d'investissement et de souscription et quelles en sont les fonctions. Ce contrat complètera efficacement la convention d'actionnaires pour permettre une entrée au capital de l'investisseur sans anicroche.

600

A. Notion

Le contrat d'investissement et de souscription (« *investment and subscription agreement* », « *ISA* », « *Investitionsvertrag* », « *Beteiligungsvertrag/Zeichnungsvertrag* » ; ci-après : contrat d'investissement¹¹⁴⁰) est le contrat qui règle la prise de participation au capital par l'investisseur¹¹⁴¹. Il s'agit d'un contrat innommé *sui generis*¹¹⁴², auquel s'appliquent les règles générales (et limites) du droit contractuel¹¹⁴³. Ainsi et en conséquence, sont principalement réglés dans un tel contrat la valorisation de la société, les modalités de l'augmentation du capital-actions et de l'émission d'actions correspondantes, le prix d'émission et les garanties¹¹⁴⁴.

601

Soulignons le fait que le contrat d'investissement concerne principalement la phase de financement, c'est-à-dire de mise à disposition du capital, et non la phase de cohabitation entre l'investisseur et le fondateur, une fois la prise de participation obtenue ; c'est la convention d'actionnaires qui prendra le relai en ce qui concerne la cohabitation subséquente. De ce fait, après l'augmentation du capital effectuée, le contrat est réputé exécuté. Dans le cas

602

¹¹⁴⁰ On trouve aussi fréquemment dans la doctrine spécialisée le terme « contrat de financement ». Dans un souci de précision et de clarté, nous laisserons de côté ce terme générique (regroupant selon nous le contrat d'investissement et la convention d'actionnaire) dans le présent travail.

¹¹⁴¹ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 880 ; BONVIN, *Capital-risque*, § 8 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 225 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 47 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 26.

¹¹⁴² GRONER, *Private Equity-Recht*, p. 198.

¹¹⁴³ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 228.

¹¹⁴⁴ BONVIN, *Capital-risque*, § 8 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 26 ; WENGER/HONOLD, p. 147 ; WENGER/SPECK, p. 183s. ; WYSS, *1. Teil*, p. 423 ; Entretien avec M. DUCOMMUN.

d'un financement par tranches, le contrat continue de s'appliquer jusqu'à ce que le montant global de l'investissement ait été versé¹¹⁴⁵, autrement dit, que les actions aient été libérées (art. 633 CO). Un tel contrat est donc moins important que la convention d'actionnaires, puisqu'il règle principalement les modalités de l'augmentation de capital ou de la fondation de la société. Il résulte de cela qu'il n'existe que peu ou pas de litiges portant uniquement sur le contrat d'investissement¹¹⁴⁶.

B. Contenu

- 603 Un contrat d'investissement contient des obligations principales et des obligations accessoires, que nous nous proposons d'examiner présentement. L'investisseur s'oblige principalement à souscrire et libérer un certain nombre d'actions de la jeune société, dans le cas d'acquisition originaire bien évidemment.
- 604 Le ou les fondateurs, ou tout autre actionnaire existant, s'engagent à voter et mener à bien une augmentation de capital et à renoncer à leur droit de souscription préférentiel, en faveur de l'investisseur¹¹⁴⁷. Très souvent, les actionnaires existants s'engagent aussi à modifier certaines clauses statutaires et à changer la composition du conseil d'administration¹¹⁴⁸.
- 605 La société peut s'engager envers l'investisseur à augmenter son capital-actions dans la mesure où elle y a été autorisée par l'assemblée générale (art. 651 CO) et émettre un certain nombre d'actions à un certain prix. Une jurisprudence fédérale de 1970 mais toujours d'actualité, considère en effet qu'une société anonyme peut valablement promettre l'émission et/ou le transfert d'actions à l'investisseur, car la société promet en fin de compte son propre fait, ou le fait d'un tiers au sens de l'art. 111 CO¹¹⁴⁹. Autrement dit, la société promet à l'investisseur que les actionnaires décideront d'une augmentation de capital et renonceront à leur droit de souscription préférentiel en faveur de l'investisseur.

¹¹⁴⁵ Pour tout le paragraphe, WENGER, *Venture Capital*, p. 26 ; WYSS, *I. Teil*, p. 423.

¹¹⁴⁶ WENGER/SPECK, p. 190s.

¹¹⁴⁷ FREY, *Investment agreement*, p. 42 ; FRICK, *Private Equity*, p. 253s. ; GRONER, *Private Equity-Recht*, p. 203.

¹¹⁴⁸ FREY, *Investment agreement*, p. 44.

¹¹⁴⁹ ATF 96 II 18, JdT 1971 I 354, consid. 2b. *Contra* FRICK, *Private Equity*, p. 251 : selon lui, un contrat par lequel la société s'engagerait à transférer les futures actions à l'investisseur serait nul car impossible (art. 20 al. 1 CO).

Le contrat d'investissement prévoit souvent des obligations accessoires, qui sont toutefois importantes pour l'investisseur. Ce sont ces obligations accessoires qui distinguent les contrats de financement par le biais de *private equity* des autres contrats de participation ordinaires et pas forcément liés au financement de jeunes entreprises¹¹⁵⁰. Il s'agit principalement de certaines garanties liées au statut de jeune société, sur lesquelles nous reviendrons dans la suite de ce travail. Pour le reste, il s'agit de clauses typiques, comme les clauses de confidentialité, de droit applicable, d'arbitrage, etc.¹¹⁵¹.

606

En principe, un contrat d'investissement est structuré de la manière suivante : en premier lieu, la désignation des différentes parties, suivie par un préambule et une liste de définitions. La structure du capital *pre-money* (soit la valeur de la société avant que l'investissement soit effectué¹¹⁵²) est ensuite décrite. Puis vient une partie concernant l'augmentation du capital social et la souscription des actions. Ensuite, l'exécution de ladite augmentation du capital. Les obligations principales et accessoires des parties sont listées, puis la structure du capital *post-money* (valeur de la société *pre-money* à laquelle on additionne la somme de l'investissement effectué¹¹⁵³) est recalculée¹¹⁵⁴. Enfin, on trouve une section portant sur les garanties et les conséquences en cas d'inexécution¹¹⁵⁵, ainsi que diverses *boilerplates clauses*, comme les clauses d'intégralité, de modifications écrites ou de divisibilité¹¹⁵⁶. Divers documents, comme la convention d'actionnaires, le règlement d'organisation ou encore l'aperçu de capitalisation pourront être annexés¹¹⁵⁷.

607

C. Acquisition originaire ou dérivée

L'investisseur peut recevoir les titres de participation de manière originaire ou dérivée¹¹⁵⁸. On parle d'acquisition originaire lorsque les actions sont libérées par l'investisseur ; cela peut donc être au stade de la fondation de la société, lors du *early stage*, ou suite à une augmentation de capital¹¹⁵⁹. On parle

608

¹¹⁵⁰ FRICK, *Private Equity*, p. 255.

¹¹⁵¹ Pour un exemple des clauses accessoires, cf. SECA, *Investment Agreement*, p. 1 ss.

¹¹⁵² VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 49.

¹¹⁵³ FRICK, *Private Equity*, p. 107.

¹¹⁵⁴ SECA, *Investment agreement*, p. 7.

¹¹⁵⁵ WYSS, *I. Teil*, p. 426.

¹¹⁵⁶ SECA, *Investment agreement*, p. 17 ss. Plus de détails sur ces clauses, cf. MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 233 ss.

¹¹⁵⁷ SECA, *Investment agreement*, p. 23.

¹¹⁵⁸ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 228 ; IFFLAND, *Rachat*, p. 52.

¹¹⁵⁹ FREY, *Investment agreement*, p. 40 ; FRICK, *Private Equity*, p. 249s.

d'acquisition dérivée lorsque l'investisseur acquiert des actions déjà libérées préalablement¹¹⁶⁰. Il peut s'agir d'actions détenues par le fondateur ou des actions propres de la société¹¹⁶¹. A noter que dans le cas où les actions sont acquises auprès d'un actionnaire existant, la société ne reçoit aucune liquidité. Il n'y a alors pas de dimension de financement à la société, à proprement parler.

D. Parties

1. Investisseur

609 Par définition, un contrat d'investissement permet au bailleur de fonds propres de régler sa prise de participation dans la société. La partie avec laquelle l'investisseur signe le contrat d'investissement varie selon le type d'acquisition et les circonstances d'espèce.

610 L'investisseur peut être par exemple un *business angel* ou une société de capital-risque, mais aussi un ami ou une Haute École¹¹⁶². Il existe parfois un *lead investor*, qu'il faut différencier des *co-investors*. Alors que le *lead investor* est généralement celui qui investit le plus gros montant et qui s'occupe activement de la bonne marche du financement¹¹⁶³, les co-investisseurs suivent sa trace et se fient plus facilement à ses décisions. Ces derniers sont en outre moins impliqués dans la gestion de la société et la surveillance de leur investissement¹¹⁶⁴.

2. Fondateur

611 En règle générale, c'est avec le fondateur et/ou d'autres actionnaires existants que l'investisseur passe le contrat d'investissement. Il est possible que d'autres

¹¹⁶⁰ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b N 32.

¹¹⁶¹ FRICK, *Private Equity*, p. 250.

¹¹⁶² Voir par exemple à propos de l'UNIL, l'art. 11 Val-UNIL : « [d]ans le cadre de la valorisation de ses droits de propriété intellectuelle, l'UNIL peut prendre des participations dans le capital d'entreprises. [...] Le financement des participations se fait par l'apport de biens immatériels par l'UNIL tels que le transfert de propriété intellectuelle ou par la compensation de créance issue des accords de licence ou de concession de droits d'exploitation d'un brevet. En l'absence d'autres sources de financement ou si l'apport de biens immatériels se révèle insuffisant, l'UNIL peut compléter le financement de sa participation par des moyens en espèces ».

¹¹⁶³ JACCARD/BARUH, p. 284.

¹¹⁶⁴ FRICK, *Private Equity*, p. 115 et les références citées.

actionnaires participent au capital-actions avant l'entrée de l'investisseur ; il peut s'agir, par exemple d'un *business angel* ou des trois F.

a. Acquisition originaire

L'acquisition originaire d'actions peut avoir lieu lors de la fondation de la société ou suite à une augmentation ordinaire ou autorisée de capital¹¹⁶⁵. En effet, au stade du *seed*, la société n'a parfois pas encore été fondée au sens des art. 629 ss CO. Dans ce cas, l'investisseur prend le rôle de co-fondateur et s'engage à souscrire ses actions dans l'acte constitutif (art. 629 al. 2 CO). Le contrat d'investissement est alors conclu entre l'investisseur et le fondateur.

612

Lorsque la société existe déjà, et que l'investisseur obtient ses actions après l'augmentation du capital ordinaire, c'est avec les actionnaires existants qu'il lui faudra conclure le contrat d'investissement, bien que la société puisse aussi être partie. L'actionnaire partie au contrat d'investissement doit alors s'assurer qu'il possède le nombre de voix suffisant et la majorité nécessaire de la valeur nominale pour augmenter le capital-actions et valablement supprimer le droit de souscription préférentiel¹¹⁶⁶. Pour l'augmentation ordinaire du capital, la majorité simple suffit (art. 703 CO). Pour la suppression du droit de souscription préférentiel, il faut réunir une majorité qualifiée, soit « au moins deux tiers des voix attribuées aux actions représentées et la majorité absolue des valeurs nominales représentées » (art. 704 al. 1 ch. 4 CO).

613

b. Acquisition dérivée

Il est possible que le contrat d'investissement prévoie que l'investisseur acquière des actions déjà libérées et émises, auprès d'un actionnaire existant¹¹⁶⁷. Il est toutefois extrêmement fréquent qu'une clause statutaire limite la transmissibilité des actions (art. 685a al. 1 CO). Dans un tel cas, il est usuel de soumettre le contrat d'investissement à une condition suspensive (art. 151 CO) : celle de l'approbation du transfert par la société. A noter qu'il est tout à fait possible pour la société de devenir partie au contrat et de s'engager à accepter le transfert. Elle peut aussi déclarer au préalable qu'elle acceptera un tel transfert¹¹⁶⁸.

614

¹¹⁶⁵ CR CO II-TRIGO TRINDADE/BERISHA, art. 697i N 35s.

¹¹⁶⁶ FRICK, *Private Equity*, p. 252.

¹¹⁶⁷ CR CO II-TRIGO TRINDADE/BERISHA, art. 697i N 40.

¹¹⁶⁸ FRICK, *Private Equity*, p. 253.

3. Société

- 615 Il est usuel que la société soit partie au contrat d'investissement et de souscription¹¹⁶⁹. Par exemple, lorsque l'investisseur reçoit ses actions lors d'augmentation de capital, la société sera aussi partie au contrat d'investissement¹¹⁷⁰, représentée par son conseil d'administration.
- 616 Il est aussi envisageable que les actionnaires aient déjà, lors de la décision d'augmentation du capital, renoncé à leur droit de souscription préférentiel au profit de l'investisseur¹¹⁷¹. L'avantage d'une telle délégation de pouvoir au conseil d'administration est que l'actionnaire n'a ni besoin d'être partie au contrat d'investissement ni besoin de renoncer à son droit de souscription préférentiel pour chaque nouvelle augmentation de capital autorisée¹¹⁷².
- 617 Il est tout à fait possible que le contrat d'investissement prévoie des droits et obligations pour la société à créer¹¹⁷³. Puisque la société n'acquiert la personnalité juridique que par son inscription au registre du commerce (art. 643 al. 1 CO). Si cette dernière n'est pas encore fondée, c'est le fondateur qui doit s'engager « au nom de la société avant l'inscription » (art. 645 al. 1 CO). Sa responsabilité personnelle est dès lors engagée, à moins que la société n'assume ces obligations dans un délai de trois mois après l'inscription (art. 645 al. 2 CO). Enfin, il arrive que la société fournisse certaines garanties à l'investisseur. Nous reviendrons sur ces garanties dans les sections suivantes (cf. N 705).

E. Nature

- 618 La nature juridique du contrat d'investissement se doit d'être délimitée, car elle peut avoir des conséquences quant au respect de certaines formes ou quant à l'utilisation du droit dispositif en cas de lacunes du contrat¹¹⁷⁴. La qualification dépend des obligations des parties respectives ainsi que du type d'acquisition envisagée. Il peut s'agir d'un contrat de société simple

¹¹⁶⁹ PHILIPPIN/LOEPFE, p. 300 ; SECA, *Investment agreement*, p. 1.

¹¹⁷⁰ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 882 ; FREY, *Investment agreement*, p. 42 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 50.

¹¹⁷¹ ATF 121 III 291, JdT 1996 I 162 ; FRICK, *Private Equity*, p. 252. A noter qu'il n'est pas possible d'effectuer une telle délégation pour les augmentations de capital ordinaire, cf. CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b N 9.

¹¹⁷² EMCH ET AL., p. 689.

¹¹⁷³ FRICK, *Private Equity*, p. 251.

¹¹⁷⁴ FRICK, *Private Equity*, p. 255s.

(art. 530 ss CO) ou d'un contrat générateur d'obligations au sens du droit des obligations, parfois innommé (*sui generis*)¹¹⁷⁵.

1. Acquisition originaire

a. Société à créer

Dans le cadre de la fondation de la société, les fondateurs unissent leurs ressources et efforts en vue d'atteindre un but commun. Le but commun est la fondation, le développement de l'activité opérationnelle et la croissance de la société. Dans de telles circonstances, le contrat d'investissement est alors un contrat de société simple¹¹⁷⁶. Les motivations du fondateur et de l'investisseur ne sont toutefois pas identiques : le fondateur souhaite développer son idée ; l'investisseur espère réaliser un retour sur investissement. Cela dit, même si les motivations du fondateur et de l'investisseur sont différentes, cela n'a, au stade de la fondation de la société, pas d'influence sur la qualification du contrat¹¹⁷⁷.

619

b. Société déjà créée

Si l'investisseur obtient sa participation suite à une augmentation ordinaire du capital, la nature du contrat dépend des caractéristiques de la société à financer. Ainsi, puisqu'il s'agit d'une société non cotée avec un petit cercle d'actionnaires liés par une convention d'actionnaires, on parle d'« *Interessengemeinschaft* », pour autant que l'investisseur accepte de devenir partie à la convention d'actionnaires ou d'en conclure une nouvelle. Le contrat peut alors être qualifié de société simple¹¹⁷⁸.

620

¹¹⁷⁵ En règle générale, à l'instar de ce qui se fait pour la convention d'actionnaires, les parties excluront expressément l'application du régime de la société simple, cf. N 736 et SECA, *Investment agreement*, p. 31.

¹¹⁷⁶ Quant à la position de la doctrine sur la question de savoir si un tel contrat peut être considéré comme une promesse de contracter (« *Vorvertrag* ») au sens de l'art. 22 CO, cf. FRICK, *Private Equity*, p. 258, ndbp 1031, ainsi que ATF 102 II 420, JdT 1978 I 230 consid. 2b.

¹¹⁷⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 256.

¹¹⁷⁸ FREY, *Investment agreement*, p. 42s. ; FRICK, *Private Equity*, p. 256s. ; GRONER, *Private Equity-Recht*, p. 204.

2. Acquisition dérivée

- 621 Lorsque l'investisseur achète les actions propres à la société, ou des actions auprès d'un actionnaire existant, on tendra plus facilement à qualifier le contrat comme étant générateur d'obligations et non comme contrat de société simple. En effet, le vendeur souhaite obtenir le plus d'argent possible pour le plus petit nombre d'actions, alors que l'acheteur veut lui obtenir le plus grand nombre d'actions pour la somme d'argent la plus faible. Les intérêts sont clairement divergents ; il s'agit d'un contrat bilatéral et synallagmatique¹¹⁷⁹. Les obligations générées par un tel contrat correspondent au contrat de vente (art. 184 ss CO). Dans le cas où les actions sont cédées par l'actionnaire existant à un prix sensiblement inférieur à leur valeur intrinsèque, on se trouve face à un contrat de donation mixte. Cela peut être le cas lorsque l'actionnaire souhaite inciter l'arrivée de nouveaux investisseurs. Il n'est en principe pas possible pour la société de céder ses actions propres à un prix inférieur à leur valeur intrinsèque : cela irait à l'encontre du but de la société ou pourrait constituer une distribution cachée du bénéfice¹¹⁸⁰.

II. Prise de participation

A. Généralités

- 622 La prise de participation dans les fonds propres par le bailleur de fonds peut se faire par le biais d'une souscription d'actions¹¹⁸¹ ou par l'acquisition d'actions déjà émises. Dans ce second cas, il s'agit d'une acquisition dérivée : l'investisseur doit verser le prix des actions au vendeur, c'est-à-dire soit à un actionnaire existant soit à la société elle-même lorsqu'elle vend ses propres actions. Le vendeur s'engage lui à transférer les actions et à lui en transmettre la propriété¹¹⁸². Cela est cependant plus rare en pratique¹¹⁸³ et ne permet pas de financer la société puisque cette dernière ne reçoit rien ; le cas de l'acquisition dérivée ne sera donc pas abordé plus en détails dans la suite du présent travail.
- 623 Pour contrôler le cercle actionnarial, ce sont généralement des actions nominatives qui seront émises. Il s'agit là de titres à ordre. En sus de l'inscription de

¹¹⁷⁹ Pour tout le paragraphe, FRICK, *Private Equity*, p. 257 et les références citées.

¹¹⁸⁰ FRICK, *Private Equity*, p. 257s. et ndbp 1030.

¹¹⁸¹ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 49.

¹¹⁸² FRICK, *Private Equity*, p. 254.

¹¹⁸³ GERHARD, *Exit*, p. 84.

l'investisseur au registre des actionnaires (art. 686 CO), les actions devront être remises à l'investisseur pour que le contrat soit considéré comme exécuté à cet égard¹¹⁸⁴. Il est aussi possible de renoncer à émettre physiquement de telles actions et de délivrer une attestation confirmant la qualité d'actionnaire¹¹⁸⁵.

A noter que plus les risques sont élevés, plus la quantité d'actions reçues par l'investisseur sera importante. C'est pour cela que, pour le même volume de financement, un investisseur obtiendra généralement une participation plus importante lorsqu'il investit dans une jeune société venant d'être fondée que lorsqu'il le fait dans une société se trouvant déjà en phase d'expansion¹¹⁸⁶.

624

B. Calcul des parts

Le fondateur et l'investisseur, qu'il s'agisse d'un *business angel*, d'un capital-risqueur ou d'un collègue ayant aidé au développement, doivent se mettre d'accord sur la mesure dans laquelle le capital sera réparti entre les parties, autrement dit qui détiendra quelle participation dans la jeune société. Ceci peut être une source de tensions et peut aboutir à des divergences irréconciliables. En effet, c'est l'importance de la participation qui déterminera en grande partie l'étendue des droits sociaux et patrimoniaux des parties respectives, même s'il est vrai que certains mécanismes contractuels et/ou de droits des sociétés peuvent relativiser ces droits, comme nous le verrons dans la partie dédiée à la convention d'actionnaires.

625

1. Entre fondateurs

Il est primordial que les fondateurs soient soudés et solidaires dès le début. Toutefois, la répartition des parts de la société est une étape à laquelle on ne peut échapper. Lorsque plusieurs personnes ont contribué au développement de l'idée porteuse et souhaitent fonder la société, on conseillera tout d'abord de répartir de manière égale entre chaque fondateur, puis de moduler chaque part en fonction notamment, 1) de leur contribution au développement de l'idée porteuse, 2) du genre et de l'importance de leur contribution jusqu'à présent, 3) de leur contribution future, 4) de leur expertise et crédibilité ou encore 5) de la responsabilité financière ou de l'investissement supportés par

626

¹¹⁸⁴ CR CO II-LOMBARDINI, art. 622 N 9.

¹¹⁸⁵ CR CO II-LOMBARDINI, art. 622 N 22.

¹¹⁸⁶ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 28.

chacun¹¹⁸⁷. En pratique, encore très souvent, la répartition entre les cofondateurs se fait en fonction des capitaux mis à disposition¹¹⁸⁸ ou à parts égales, notamment dans le cas de binômes ou de trios. En tout état de cause, il est conseillé de conserver un porteur de projet fort, qui « tient la baraque »¹¹⁸⁹, pour reprendre des termes plus imagés. Un mécanisme de *reverse vesting* peut être mis en place, permettant de s'assurer que les fondateurs resteront au sein de la société pendant une certaine durée, à défaut de quoi ils perdront tout ou partie de leur participation au capital.

- 627 A l'aide d'une table, les parties pourront choisir une pondération (de 1 à 10) pour chaque facteur, puis s'attribuer un score (10 points en tout) en fonction de leur implication et de leurs contributions, pour aboutir à une première répartition, qui sera utilisée comme base à la négociation qui permettra d'arriver à une répartition finale.

Exemple : un chimiste développe un nouveau procédé qui pourrait présenter un intérêt dans le domaine médical. Son ancien professeur l'y a aidé et possède une grande expertise et une bonne crédibilité dans le monde scientifique. Ils contactent un collègue retraité et fortuné, qui souhaite se joindre au projet en tant qu'investisseur providentiel¹¹⁹⁰. Ils aboutissent au tableau suivant :

628

	<i>Pondération</i>	Chimiste	Professeur	Investisseur providentiel
<i>Idee porteuse</i>	7	7	3	0
<i>Contributions passées</i>	3	5	5	0
<i>Contributions futures</i>	5	5	2	3
<i>Expertise</i>	6	3	4	3
<i>Crédibilité</i>	6	2	5	3
<i>Risque financier</i>	6	2	1	7
TOTAL		131	106	93
Répartition		40%	32%	28%

¹¹⁸⁷ Inspiré de LEBRET, *Start-up*, p. 3 ; Entretien avec M. DUTHEIL.

¹¹⁸⁸ Entretien avec M. WETZEL.

¹¹⁸⁹ Entretien avec M. DUTHEIL.

¹¹⁹⁰ Exemple tiré de LEBRET, *Start-up*, p. 3.

Après négociations et sur la base d'un tel tableau, les parties pourraient décider d'attribuer 40% au chimiste, 35% au professeur et 25% à l'investisseur providentiel.

629

2. Entre fondateur et investisseur

Le fondateur parviendra généralement à garder la majorité au capital-actions, du moins durant le développement initial et, s'il tient bon, après le premier tour de financement¹¹⁹¹. Toutefois, il devra souvent abdiquer et abandonner cette majorité lors des tours de financement suivants¹¹⁹².

630

L'importance de la participation que l'investisseur recevra en échange de son apport financier dépend largement de la valorisation de la jeune société et des négociations entre les parties, ainsi que du réseau professionnel et de l'expérience que l'investisseur peut amener. Il faut toutefois prendre garde à ne pas dépouiller le fondateur à l'excès, au risque de lui faire perdre sa motivation et/ou de le voir abandonner¹¹⁹³. Nous renvoyons le lecteur à ce qui a été dit plus haut concernant les méthodes de valorisation. Relevons toutefois que les capital-risqueurs ne révéleront en principe pas les méthodes de calcul qu'ils ont utilisées, et que les *business angels* s'en remettent plus facilement à leur expérience et à leurs pressentiments pour valoriser la société et donc déterminer la participation qu'ils souhaitent acquérir.

631

En pratique, l'importance des prises de participation par les différents types d'investisseurs est très variable¹¹⁹⁴. On s'aperçoit que les *business angels* obtiendront des participations allant de l'ordre de 10 à 30%, tandis que les capital-risqueurs obtiendront de 10 à 50%. Les investisseurs stratégiques souhaiteront, eux, une majorité¹¹⁹⁵.

632

C. Remise des actions

1. Fondation

Lorsque la société à financer n'a pas encore été fondée – c'est-à-dire créée –, les parties s'engagent dans le contrat d'investissement à passer l'acte constitu-

633

¹¹⁹¹ BONVIN, *Capital-risque*, § 6.

¹¹⁹² Entretien avec M. WILHELM.

¹¹⁹³ Entretien avec M. HARFOUCHE.

¹¹⁹⁴ Entretien avec M. WILHELM.

¹¹⁹⁵ Entretien avec M. WETZEL.

tif permettant de créer une société anonyme, à souscrire les actions et à libérer leurs apports¹¹⁹⁶. Les parties sont alors considérées, au sens du droit des sociétés, comme des « fondateurs » (art. 629 al. 1 CO).

- 634 L'acte constitutif est passé sous forme authentique et implique d'avoir arrêté les statuts et désigné les organes (art. 629 al. 1 CO). Le contenu de l'acte constitutif de fondation est précisé à l'art. 44 ORC. Relevons rapidement que le nouveau droit de la SA propose, entre autres, la suppression de l'exigence de forme authentique pour la constitution de sociétés dites simples (*cf.* N 156).

2. Augmentation du capital-actions

- 635 Le financement de la société par fonds propres passe par l'augmentation du capital-actions et l'émission d'actions en découlant¹¹⁹⁷. L'investisseur reçoit donc un paquet d'actions en échange du prix d'émission. Ce prix est constitué de la valeur nominale de l'action et d'un éventuel agio¹¹⁹⁸.

a. Types d'augmentations

- 636 A chaque nouveau financement, il faut émettre de nouvelles actions. Pour ce faire, il convient d'augmenter le capital-actions. Cela relève des compétences de l'assemblée générale (art. 650 al. 1 CO). En droit suisse, il existe trois augmentations de capital possibles, à savoir l'augmentation ordinaire, l'augmentation autorisée et l'augmentation conditionnelle (art. 650, respectivement 651 et 653 CO). Les deux premiers types d'augmentations sont quasi-identiques ; ils partagent d'ailleurs en grande partie les mêmes dispositions légales (art. 652 ss CO). Le financement passe généralement par une augmentation de capital ordinaire ou autorisée¹¹⁹⁹. Une fois le capital augmenté, il convient de libérer les actions.

¹¹⁹⁶ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 629 N 2.

¹¹⁹⁷ EMCH ET AL., p. 689.

¹¹⁹⁸ WYSS, *I. Teil*, p. 423.

¹¹⁹⁹ WENGER/SPECK, p. 181.

(i) Ordinaire

Dans le cas d'une augmentation de capital ordinaire, l'investisseur s'engage à souscrire et libérer les actions souhaitées (art. 652 al. 1 et 630 CO). Il s'agit parfois d'actions privilégiées¹²⁰⁰. La décision de l'assemblée générale concernant l'augmentation ordinaire est prise à la majorité ordinaire (art. 703 CO).

637

Lorsqu'il s'agit d'une augmentation de capital ordinaire, les actionnaires existants devront s'engager à voter une telle augmentation et à renoncer à leur droit de souscription préférentiel¹²⁰¹. Lors de l'assemblée générale, les actionnaires devront définir la valeur nominale totale de l'augmentation, le nombre et les espèces d'actions, le montant des apports et le prix d'émission (art. 650 CO)¹²⁰². En ce qui concerne l'augmentation de capital ordinaire, il n'existe pas de limite quant au montant de l'augmentation.

638

(ii) Autorisée

Dans le cas d'une augmentation de capital autorisée avec permission au conseil d'administration de supprimer le droit de souscription préférentiel, la société prendra aussi part au contrat d'investissement et s'obligera à émettre les actions et à en accepter la souscription par l'investisseur¹²⁰³. Les actionnaires existants, eux, s'engageront à voter lors d'une assemblée générale, pour autoriser le conseil d'administration à augmenter le capital (art. 651 al. 1 CO). Les actionnaires devront aussi décider de l'espèce et de la valeur nominale des futures actions¹²⁰⁴. Après avoir obtenu une telle autorisation, le conseil d'administration décidera de l'importance de l'augmentation, du prix d'émission des actions nouvellement émises et de l'éventuelle limitation ou suppression du droit préférentiel de souscription¹²⁰⁵.

639

La décision d'augmentation autorisée de l'assemblée générale doit se faire à la majorité qualifiée des actionnaires (art. 704 al. 1 ch. 4 CO). Pour ce genre d'augmentation, il existe des limites tant quantitatives que temporelles : au maximum 50% du capital-actions sur un délai de deux ans (art. 651 al. 1 et 2

640

¹²⁰⁰ SECA, *Shareholders agreement*, p. 4 ; WENGER/SPECK, p. 181.

¹²⁰¹ EMCH ET AL., p. 689.

¹²⁰² STOFFEL, *Droits des actionnaires*, p. 5.

¹²⁰³ FRICK, *Private Equity*, p. 254.

¹²⁰⁴ STOFFEL, *Droits des actionnaires*, p. 8.

¹²⁰⁵ ATF 121 III 219, JdT 1996 I 162.

CO). Enfin, elle exige une modification statutaire (art. 651 al. 1 CO), pour des raisons de publicité, notamment envers les futurs acquéreurs¹²⁰⁶.

641 Par la suite et dans le cadre de l'augmentation autorisée, le conseil d'administration devra procéder à l'augmentation, en en fixant le montant et le prix d'émission notamment. La loi ne prescrit aucune forme particulière pour ce type de décision.

642 L'augmentation de capital autorisée est idéale pour des opérations particulières nécessitant des apports de capitaux dans un court laps de temps ; on pense notamment au rachat d'une entreprise ou au financement d'une société récemment fondée¹²⁰⁷.

(iii) Conditionnelle

643 L'augmentation conditionnelle (art. 653 ss CO) permet d'augmenter le capital de manière progressive, et d'émettre au fur et à mesure les actions indispensables à l'exercice des droits de conversion et d'option. Le capital conditionnel facilite grandement le financement des jeunes sociétés et permet une mise en œuvre efficace d'éventuels plans d'intéressement¹²⁰⁸. Comme ce type d'augmentation de capital est principalement utilisé dans le cadre du financement hybride, nous proposons d'y revenir plus en détails dans la suite de ce travail (cf. N 1277 ss).

b. Bulletin de souscription

644 La souscription se fait par le biais du bulletin de souscription. Par ce document, l'investisseur s'engage à souscrire le nombre d'actions convenu. Ce document contient l'indication du nombre d'actions souscrites, leur valeur nominale, leur type et le prix d'émission, ainsi que l'engagement inconditionnel précité d'effectuer l'apport correspondant au prix d'émission¹²⁰⁹. En outre, il doit impérativement faire référence aux décisions d'augmentation de capital des organes compétents (art. 652 al. 2 CO). Il n'a pas besoin d'accompagner la réquisition au registre du commerce, en tant qu'il ne figure pas sur la liste des pièces justificatives (art. 46 al. 2 ORC *a contrario*)¹²¹⁰.

¹²⁰⁶ STOFFEL, *Droits des actionnaires*, p. 9.

¹²⁰⁷ EMCH ET AL., p. 689 ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 71.

¹²⁰⁸ CR-CO II-VENTURI/ZEN-RUFFINEN, art. 653 N 1 ss ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 597.

¹²⁰⁹ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652 N 3.

¹²¹⁰ MAAG, *Kapitalerhöhung*, N 66.

Comme le précise l'art. 630 ch. 2 CO, la souscription n'est valable que s'il existe un « engagement inconditionnel » d'effectuer l'apport. Or, dans le cadre du contrat d'investissement, la souscription est en principe soumise à diverses conditions d'exécution. Ce défaut d'« inconditionnalité » est réputé guéri lorsque les actions sont, par la suite, tout de même libérées et que l'augmentation du capital est effectuée¹²¹¹. Si la libération n'intervient pas, en dépit de l'engagement inconditionnel de l'investisseur figurant dans le bulletin de souscription, la société reste créancière du montant de l'engagement¹²¹² et « peut réclamer [...] l'exécution de cette obligation »¹²¹³, dans les dix ans (art. 127 CO) qui suivent, à partir de la date fixée pour le versement par le conseil d'administration¹²¹⁴. Selon nous et avec l'appui de la jurisprudence fédérale, une telle violation (du bulletin de souscription) relève d'un cas d'inexécution (art. 97 ss CO)¹²¹⁵ : en effet, le bulletin de souscription est un document exigé par le droit des sociétés suisse, le droit applicable à cet engagement relève donc impérativement du droit suisse, en particulier en ce qui concerne l'application des principes généraux du droit des obligations aux éléments essentiels, à l'inexécution ou à la prescription¹²¹⁶.

Au vu de ce qui précède, une situation problématique pourrait apparaître lorsque l'investisseur s'est déjà engagé dans le bulletin de souscription, mais que le contrat d'investissement et de souscription n'a pas été respecté. Il n'est, à notre sens, pas licite que la société renonce contractuellement à réclamer à l'exécution de l'engagement lorsque le contrat d'investissement et de souscription passé n'a pas été respecté : en effet, cela aurait pour effet que l'engagement contenu dans le bulletin de souscription n'est plus « inconditionnel » et qu'il ne remplit plus les conditions posées par l'art. 652 CO. Il est en effet admis que l'engagement inconditionnel est un élément essentiel du bulletin¹²¹⁷. Nous proposons donc la solution suivante : pour le cas où c'est l'investisseur qui viole le contrat d'investissement sous-jacent, alors il est souhaitable qu'il reste obligé de souscrire selon l'art. 652 CO. Toutefois, pour le cas où c'est l'autre partie (non souscriptrice) qui viole ses obligations con-

¹²¹¹ MAAG, *Kapitalerhöhung*, N 64 ; WENGER/SPECK, p. 185 et les références citées.

¹²¹² CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652 N 4.

¹²¹³ ATF 102 II 353, consid. 4a.

¹²¹⁴ ATF 102 II 353, consid. 4b.

¹²¹⁵ A l'appui de cette thèse : ATF 102 II 353, consid. 4, où le Tribunal fédéral ne mentionne pas expressément le régime de l'inexécution mais l'applique en ce qui concerne la prescription de l'action en exécution pour la libération des actions souscrites. En outre, il précise que « les souscripteurs n'ont *pas exécuté* leur obligation », c'est nous qui soulignons.

¹²¹⁶ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652 N 4 ; CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652 N 6, ainsi que l'arrêt précité ATF 102 II 353, consid. 4.

¹²¹⁷ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652 N 5.

tractuelles, il serait judicieux de prévoir contractuellement que cette dernière s'engage à racheter à l'investisseur les actions souscrites, à leur prix d'émission. Cette solution a le mérite de garantir l'inconditionnalité de l'engagement contenu dans le bulletin de souscription (exigée par le droit des sociétés), tout en obligeant contractuellement la partie se trouvant en violation du contrat d'investissement et de souscription à devoir s'acquitter du prix d'émission.

- 647 Pour WENGER/SPECK, le bulletin de souscription pourrait être directement intégré dans le contrat d'investissement¹²¹⁸. Selon nous, cela va à l'encontre de la lettre de l'art. 652 al. 1 CO, qui précise que « les actions sont souscrites dans un document particulier ». Mieux vaut donc suivre le principe de la prudence, et rédiger séparément le bulletin de souscription, pour l'annexer ensuite au contrat d'investissement¹²¹⁹. Précisons encore que le délai de péremption du bulletin de souscription est de trois mois (art. 652 al. 3 CO), sous réserve d'un délai plus long prévu par les parties¹²²⁰.
- 648 Les investisseurs effectueront ensuite leur apport en espèces sur un compte de capital bloqué, auprès d'une banque suisse (art. 633 al. 1 CO), en mentionnant dans la référence qu'il s'agit d'un apport dans le cadre de l'augmentation de capital de la jeune société¹²²¹.

c. Renonciation au droit préférentiel de souscription

- 649 L'actionnariat bénéficie d'un droit de souscription préférentiel sur les nouvelles actions résultant de l'augmentation du capital (art. 652b CO). Le droit préférentiel de souscription permet à l'actionnaire existant de maintenir sa position relative dans la société lors d'augmentations du capital, en lui octroyant un « droit prioritaire de participer aux nouvelles procédures de financement »¹²²². Cela permet de se protéger efficacement contre tout risque de dilution. En d'autres termes, le seul moyen pour un tiers d'entrer au capital de la société consiste en la suppression du droit de souscription ou en la renonciation au droit par l'actionnaire existant¹²²³. Il est possible de limiter, voire supprimer ce droit de souscription préférentiel, à certaines conditions : la décision doit être prise à la majorité qualifiée (art. 704 al. 1 ch. 6 CO) et doit concerner

¹²¹⁸ WENGER/SPECK, p. 185.

¹²¹⁹ Pour un modèle de bulletin de souscription, cf. MAAG, *Kapitalerhöhung*, N 62.

¹²²⁰ Message révision SA 1983, p. 886 ; CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652 N 6.

¹²²¹ SECA, *Investment agreement*, p. 7.

¹²²² STOFFEL, *Droits des actionnaires*, p. 23.

¹²²³ EMCH ET AL., p. 689 ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 71, ndbp 156.

une augmentation de capital précise. En outre, il doit exister des justes motifs, notamment en cas « [d'] acquisition d'une entreprise, ou de parties d'entreprise ou de participations à une entreprise ainsi que la participation des travailleurs » (art. 652b al. 2 CO et 653c al. 2 CO).

Dans le cadre du financement d'une jeune société, processus principalement consensuel, la question de la limitation ou suppression du droit préférentiel de souscription ne pose en principe pas de problèmes ; ce sont les actionnaires qui renoncent spontanément – ou s'engagent à renoncer – à ce droit¹²²⁴. Ils peuvent aussi déléguer au conseil d'administration le droit de supprimer ledit droit de souscription¹²²⁵. Il n'y a pas besoin de documents, de conditions ou de modalités particulières à respecter pour que la renonciation au droit préférentiel de souscription des actionnaires existants soit valable¹²²⁶. Il est ainsi tout à fait possible que certains actionnaires renoncent à leur droit préférentiel de souscription à certaines conditions spécifiques, comme par exemple tant qu'ils ne tombent pas en dessous d'un certain pourcentage de participation ou encore lorsque la souscription d'actions nouvelles est effectuée exclusivement par un investisseur¹²²⁷.

650

d. Procuration pour l'assemblée générale

Nous suivons WENGER/SPECK, qui recommandent aux actionnaires existants de donner ensemble une procuration à un représentant de leur choix, de préférence un avocat d'affaires ayant une bonne connaissance du dossier. Ce dernier pourra faire tenir une assemblée générale au cours de laquelle il pourra voter sur divers points contenus dans le contrat d'investissement (augmentation du capital, modification des statuts, élections, etc.)¹²²⁸. Ce « *one-stop-shop* » est un avantage lors de la phase de démarrage, puisque le représentant est censé connaître le dossier, qu'il est plus flexible face à des imprévus et qu'il permet d'éviter une énième interaction entre les actionnaires, les investisseurs, la société, les juristes et les fonctionnaires¹²²⁹.

651

Il ne s'agit toutefois pas d'une étape obligée. En particulier, lorsque les actionnaires existants sont peu nombreux, comme c'est souvent le cas au sein du

652

¹²²⁴ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 117 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1092 ; SECA, *Investment agreement*, p. 5.

¹²²⁵ ATF 121 III 219, JdT 1996 I 162.

¹²²⁶ WENGER/SPECK, p. 185s.

¹²²⁷ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 888.

¹²²⁸ WENGER/SPECK, p. 186.

¹²²⁹ Pour tout le paragraphe, WENGER/SPECK, p. 186.

sociétariat de jeunes sociétés, il est relativement facile de convoquer une assemblée générale et de prendre les décisions convenues sans difficultés.

e. Libération

- 653 La libération est une obligation pécuniaire des actionnaires, celle de verser un montant déterminé pour la part du capital qu'il a souscrite et d'un possible agio¹²³⁰. Pour reprendre la définition de l'art. 680 al. 1 CO, il s'agit du « montant fixé, lors de l'émission, pour l'acquisition de leurs titres ». Nous recommandons d'éviter les libérations partielles (art. 632 CO) : même en procédant de la sorte, l'investisseur reste en tous les cas tenu au versement du montant restant¹²³¹ ; il est préférable de procurer les liquidités à la jeune société le plus rapidement possible, pour éviter que le *management* ne doive perdre du temps à faire valoir cette créance lorsque la société a besoin de liquidités¹²³². Les cas de financement par étapes restent réservés (*cf.* N 670).
- 654 Dans le contexte d'une jeune société, la libération intervient systématiquement en espèces (art. 633 CO) : les fonds doivent alors être déposés auprès d'un établissement bancaire au sens de la LB (art. 633 al. 1 CO *cum* art. 652c CO). La réquisition au RC devra être accompagnée d'une déclaration du conseil d'administration attestant de l'absence d'apports en nature, de reprises de biens ou de compensation de créances (art. 46 al. 2 lit. g ORC). Par ailleurs, la libération sera faite au-dessus du pair : les investisseurs versent alors « une contrepartie pour la valeur ajoutée qu'obtiennent les actions existantes par-dessus la valeur nominale »¹²³³. Il s'agit toujours de fonds propres (art. 959a al. 1 ch. 3 lit. b), prenant la forme d'un agio ordinaire¹²³⁴, affecté à la réserve générale (art. 671 al. 2 ch. 1 CO).
- 655 Il convient à ce stade de préciser que le montant du capital social de la société ne doit pas être proportionné à sa fortune ou à son importance économique¹²³⁵ ; le capital social est donc choisi librement par les actionnaires¹²³⁶. En d'autres termes, une société valorisée à plusieurs millions ou détenant un patrimoine conséquent, par exemple après un tour de financement, peut très

¹²³⁰ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 109.

¹²³¹ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 633 N 6.

¹²³² MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 509.

¹²³³ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 527.

¹²³⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 199 et les références citées.

¹²³⁵ *Ibid.*

¹²³⁶ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 621 N 6.

bien avoir un capital social correspondant au minimum requis (CHF 100'000, ou CHF 50'000 lorsqu'il n'est pas intégralement libéré, art. 632 CO).

Les jeunes sociétés ont généralement un capital-actions plutôt bas, même s'il n'existe, comme nous venons de le préciser, aucune règle particulière à ce sujet¹²³⁷. En réalité, rien ne s'oppose à l'implémentation d'un capital social plus important, mais rien ne le justifie non plus : tout au plus, il appartient au conseil d'administration de s'assurer que le capital social et les réserves issues du capital soit suffisants pour l'activité commerciale de la jeune société¹²³⁸ ; à défaut, la responsabilité du conseil d'administration peut être engagée (art. 754 CO).

656

Un capital social aussi bas peut, à premier abord, interpeler, eu égard à l'importance des montants obtenus lors des tours de financement (parfois plusieurs millions de francs). Cela s'explique par le fait que le montant de l'investissement consenti ne correspondra, pour ainsi dire, jamais à la valeur nominale des actions reçues : la valeur nominale des actions représente uniquement une fraction du capital social, permettant de déterminer l'importance de la participation de chaque actionnaire¹²³⁹. En d'autres termes, la contrepartie de l'investissement effectué est la remise d'une certaine portion du capital social, fonction de la valorisation de la société. Peu importe, au final, la valeur nominale des actions reçues.

657

***Exemple :** un investisseur consent à un investissement de CHF 1 mio dans une jeune société au capital-actions de CHF 100'000 (100'000 actions à CHF 1), valorisée post-money à CHF 6 mio. En contrepartie, il reçoit 20'000 actions à CHF 1, suite à une augmentation de capital de CHF 20'000. La valeur nominale des actions obtenues pour un investissement de CHF 1 mio est certes de CHF 20'000, mais correspond à un sixième du capital social de la jeune société. En définitive,*

¹²³⁷ Ainsi, lorsque l'on s'intéresse au capital social des jeunes sociétés ayant bénéficié de larges investissements en capital-risque et répertoriées par Startupticker.ch, on s'aperçoit qu'il n'existe aucune uniformité dans ce domaine. A titre d'exemple, citons Wayray AG, qui a levé près de CHF 84 mio et présente un capital social de CHF 239'016.23, Chronext AG, ayant levé presque trois fois moins mais présentant un capital presque deux fois supérieur (CHF 614'906), ou encore Kandou Labs SA qui présente un capital social de CHF 100'000 après avoir levé plus de 14 CHF mio, cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2019*, p. 9 ss, ainsi que les extraits du registre du commerce des sociétés précitées, consultés le 25 juin 2019.

¹²³⁸ *Ibid.*

¹²³⁹ Voir CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 623 N 28, qui résument très bien la situation : « [I]a valeur nominale est un concept arithmétique qui permet de déterminer le poids relatif de chaque action. [...] La valeur nominale n'a rien à voir avec la valeur réelle d'une action ».

l'investisseur a obtenu 1/6 de la société pour CHF 1 mio, ce qui correspond bien à la valorisation de CHF 6 mio.

658 En conclusion, la valeur nominale des actions reçues par le bailleur de fonds (en contrepartie de son investissement) doit être examinée uniquement à la lumière de la part (en pourcentage) du capital social qu'elles représentent, et non simplement selon le montant indiqué en francs.

f. Rapport d'augmentation et attestation de vérification

659 Les actionnaires pourront vérifier que l'augmentation a bien eu lieu dans le rapport d'augmentation fourni par le conseil d'administration. Cette attestation doit être remise aux actionnaires mais aussi au registre du commerce. Elle pourra être consultée par toute personne intéressée (art. 10 ORC)¹²⁴⁰.

660 Une attestation de vérification est nécessaire, en particulier lorsque les droits de souscription préférentiels sont limités ou supprimés (art. 652f al. 1 CO) et en tous les cas lors d'une augmentation conditionnelle (art. 653f CO). Il s'agit en particulier d'attester que les droits de conversion et/ou d'options ont été exercés de manière conforme et que la libération a bien eu lieu¹²⁴¹.

g. Émission d'actions

661 Les actions seront ensuite émises et remises à l'investisseur. Une action est un titre qui incorpore les droits de l'actionnaire et qui prend la forme, en règle générale, d'un papier-valeur¹²⁴². Conformément à la lettre de l'art. 622 al. 4 CO, la valeur minimale d'une action ne peut être inférieure à un centime. Une action peut être nominale ou au porteur. Les parties pourront convenir de l'émission d'actions ordinaires, d'actions à droit de vote privilégié (art. 693 CO) ou d'actions privilégiées, qui seront ensuite remises à l'investisseur.

662 En règle générale, les actions d'une jeune société seront nominatives liées, c'est-à-dire qu'elles ne sont pas librement transmissibles. En outre, il s'agit parfois d'actions privilégiées au sens de l'art. 654 CO (*cf.* N 994)¹²⁴³. Il arrive que les actions ne soient pas émises physiquement mais que la société tienne à jour un registre de droits-valeurs (art. 973c CO)¹²⁴⁴. Dans le cadre du finan-

¹²⁴⁰ STOFFEL, *Droits des actionnaires*, p. 13.

¹²⁴¹ STOFFEL, *Droits des actionnaires*, p. 14.

¹²⁴² EMCH ET AL., p. 678 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 516.

¹²⁴³ SECA, *Shareholders agreement*, p. 4.

¹²⁴⁴ SECA, *Shareholders agreement*, p. 28.

cement d'une jeune société et de l'émission d'actions subséquentes, on ne recourt pour ainsi dire jamais aux titres intermédiés (LTI) : en cause, le petit nombre d'actionnaires et la non-fongibilité de leurs parts¹²⁴⁵.

La valeur nominale minimale d'une action est d'un centime (art. 622 al. 4 CO). Pour organiser l'investissement en capital-risque de manière optimale¹²⁴⁶ (en vue d'améliorer la liquidité des titres, de faciliter la mise en œuvre de clauses de garanties ou anti-dilution, ou encore pour la mise en place de plans d'intéressement), nous recommandons de prévoir une valeur nominale par actions relativement basse, sans toutefois atteindre le minimum légal précité : ainsi, une valeur de CHF 1 par action nous paraît raisonnable. Il reste toujours possible pour l'assemblée générale de décider d'une division des actions en titre de valeur nominale réduite (art. 623 al. 1 CO), ce qui ne serait pas envisageable avec des actions à un centime. En définitive, il s'agit uniquement de considérations pratiques : c'est uniquement la valeur nominale de toutes les actions détenues par les parties qui détermine l'étendue de leurs droits sociaux et patrimoniaux. Ainsi, au sein d'un capital-actions de CHF 200'000, un investisseur détenant 20'000 actions à CHF 1 se trouve dans la même situation qu'un investisseur détenant 2'000 actions à CHF 10. Cela découle du fait que la valeur nominale est un concept purement arithmétique, permettant de déterminer le poids relatif d'un paquet d'actions¹²⁴⁷. Restent réservés d'éventuels privilèges selon le type d'actions.

Nous reviendrons sur les différents types d'actions lorsque nous aborderons les divers droits pouvant être octroyés aux parties.

D. Structure de l'investissement

L'importance des montants mis à disposition par les bailleurs de fonds est certes fondamentale, mais il ne faut pas oublier l'un des autres aspects primordiaux du financement : la structure d'investissement, ainsi que le calendrier du financement¹²⁴⁸. On établira pour ce faire un aperçu de capitalisation.

¹²⁴⁵ HESS/FRIEDRICH, p. 105.

¹²⁴⁶ FREY/FISCHER, pp. 535 et 538 ; FREY, *Investment agreement*, p. 39.

¹²⁴⁷ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 623 N 28.

¹²⁴⁸ JACCARD/BARUH, p. 280.

1. Aperçu de capitalisation

- 666 Il est recommandé d'établir un aperçu de capitalisation (aussi appelé « tableau de capitalisation », « *capitalization chart* », « *cap table* », « *Kapitalisierungsübersicht* », « *Kapitalisierungstabelle* ») dans le contrat de financement, résumant précisément la structure de l'actionnariat avant et après chaque tour de financement¹²⁴⁹. Un tel tableau permet de déterminer facilement les parts de chaque actionnaire, le prix payé et le moment où elles ont été acquises¹²⁵⁰. Le pourcentage des droits de vote à l'assemblée générale et au capital devrait, idéalement, aussi être mentionné. L'aperçu de capitalisation doit être en adéquation avec le registre des actionnaires de la société. Il arrive encore trop souvent que ces deux ne correspondent pas chez les jeunes sociétés¹²⁵¹, ce qui entraîne des pertes de temps et d'argent lorsque de telles incohérences sont découvertes et doivent être réparées, notamment lors de la *due diligence* par de nouveaux investisseurs ou repreneurs.
- 667 Nous proposons présentement un exemple d'aperçu de capitalisation, du tour A à l'entrée en bourse :

¹²⁴⁹ DELAYE, *Capital-risqueurs*, § 4 ; SECA, *Investment agreement*, p. 7 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 5.

¹²⁵⁰ Joliment formulé par WYSS, *1. Teil*, p. 424: « [d]adurch wird auf einen Blick ersichtlich, wer wie viele Aktien in welchem Zeitpunkt zu welchem Preis erwirbt und gesamthaft hält. » ; WENGER, *Venture Capital*, p. 17s.

¹²⁵¹ WENGER/HONOLD, p. 157.

	Tour A	Tour B	Options Tour B	IPO
Écoulement du temps (mois)	0	3	3	6
Valeur <i>pre-money</i> (mio)	3	20	23	50
Investissement	1	3	0	20
Valeur <i>post-money</i> (mio)	4	23	23	70
Actionnariat <i>post-money</i>				
Fondateur	72%	62%	53%	38%
Investisseur Tour A	28%	25%	21%	15%
Investisseur Tour B		13%	11%	8%
<i>Management</i>			15%	11%
Investisseurs IPO				29%

Tableau repris de : FREI, *Assessment*, p. 134.

2. *Fully diluted vs. undiluted basis*

En ce qui concerne le calcul du pourcentage des droits de vote et/ou de participation au capital, il faut faire attention de bien préciser si ce pourcentage se base sur la totalité des actions émises ou à émettre, y compris celles faisant partie du capital conditionnel (« *fully diluted basis* ») ou s'il se base uniquement sur les actions effectivement émises (« *undiluted basis* »)¹²⁵². Les praticiens recommandent de prendre en compte le capital conditionnel lors de l'investissement et d'utiliser donc la *fully diluted basis*¹²⁵³. Les plans d'option (cf. N 1099) doivent absolument figurer dans l'aperçu de capitalisation. De même, les prêts convertibles et à option octroyés doivent figurer dans l'aperçu¹²⁵⁴.

668

Exemple : un bailleur de fonds souhaite investir un certain montant dans une jeune société. En échange de son apport, il est convenu qu'il obtiendra 10% du capital-

¹²⁵² HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1086 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 49 ; WENGER/HONOLD, p. 156 ; WYSS, *I. Teil*, p. 424 ; Entretien avec M. DUCOMMUN.

¹²⁵³ SECA, *Shareholders agreement*, p. 5.

¹²⁵⁴ WENGER/HONOLD, p. 156.

actions et qu'un capital conditionnel de 10% sera créé pour le plan d'option. Le capital-actions est de CHF 100'000, et est divisé en 100'000 actions à CHF 1. Il est nécessaire de prendre en compte le capital conditionnel, même si ce dernier n'existe pas encore. Ainsi, après l'investissement, le capital total de la société sera de 125'000 actions à CHF 1 ; l'investisseur en recevra 12'500 (correspondant ainsi à 10%) et le capital conditionnel se verra attribuer 12'500 actions, représentant aussi 10% du capital¹²⁵⁵.

669

	Actions	Participation
<i>Fondateur</i>	100'000	80%
<i>Capital-conditionnel</i>	12'500	10%
<i>Investisseur</i>	12'500	10%
TOTAL	125'000	100%

E. Financement par étapes

670 C'est parfois un financement par étapes ou par tranches (« *staged financing* ») qui est choisi par les parties. En effet, au vu de l'avenir incertain de la société, il peut être, selon les circonstances, préférable d'éviter un financement unique et ponctuel, et d'investir progressivement, en pouvant limiter les dégâts en cas de débâcle¹²⁵⁶. En agissant de la sorte, les investisseurs s'assurent un certain contrôle sur la direction de la société¹²⁵⁷. Plus simplement dit, si les attentes des investisseurs ne sont pas satisfaites, ces derniers coupent les vivres.

671 Le financement par étapes étant relativement courant dans le domaine du financement de jeunes sociétés, nous proposons de nous y attarder dans les paragraphes qui suivent.

1. Notion

672 Comme son nom l'indique, le financement par étape désigne une contribution financière échelonnée dans le temps. Le financement est ainsi composé de plusieurs tranches. Il est par ailleurs possible de sous-diviser chaque tour de

¹²⁵⁵ Exemple emprunté à WYSS, *I. Teil*, p. 424.

¹²⁵⁶ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 177 ; TRIPPEL/JAISLI KULL, p. 205 ; WYSS, *I. Teil*, p. 425.

¹²⁵⁷ FREY, *Investment Agreement*, p. 54 ; GERHARD, *Exit*, p. 91.

financement en « plusieurs phases autonomes »¹²⁵⁸. Il est donc usuel de faire dépendre la continuation du financement de l'aboutissement de certains objectifs décidés préalablement. On appelle ces objectifs les « *milestones* » (« *Meilenstein* »)¹²⁵⁹.

2. Utilité

a. Pour l'investisseur

Une telle structure d'investissement peut se révéler extrêmement utile pour faire pression sur les fondateurs lorsque les intérêts au financement divergent. Ainsi, on peut imaginer une situation où un fondateur souhaite la continuation du financement pour des raisons « scientifiques ou honorifiques » uniquement¹²⁶⁰ ou refuse d'admettre que le futur de la société est fortement compromis ou carrément voué à l'échec. L'investisseur possède en conséquence un levier réellement efficace lorsqu'il menace de mettre un terme au financement. Cet effet est exacerbé par le fait que l'abandon du projet par un investisseur envoie un message pessimiste aux bailleurs de fonds actuels ou futurs. Qualifiée de « mode spécial de contrôle »¹²⁶¹ par JACCARD/BARUH, cette structure de financement permet aux investisseurs d'avoir une influence, certes indirecte, sur le bon fonctionnement de la société ; elle leur permet aussi d'être informés régulièrement de l'évolution de la société pour savoir si les objectifs fixés ont été ou seront atteints, et si la continuation du financement est acquise.

673

Une telle transmission d'informations permet donc d'atténuer l'asymétrie de l'information entre fondateurs et sociétés de capital-risque. En d'autres termes, le financement par étapes a pour effet d'améliorer la qualité et l'objectivité des données fournies par les fondateurs. En effet, ce type de financement suppose un bon développement de la société, conformément aux attentes initiales, qui sont, elles, formées sur la base des informations obtenues dans le cadre de la *due diligence*. Il sera donc plus compliqué – et risqué – pour le fondateur de peindre un portrait trop séduisant de la société.

674

¹²⁵⁸ JACCARD/BARUH, p. 280.

¹²⁵⁹ BONVIN, *Capital-risque*, § 8 ; SECA, *Investment agreement*, p. 5, ndbp 2 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 5, ndbp 2 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 50 et 72 ss.

¹²⁶⁰ JACCARD/BARUH, p. 281.

¹²⁶¹ *Ibid.*

b. Pour le fondateur

675 Lorsque la société s'est développée de manière optimale et que les premières phases de développement se sont bien passées, un financement progressif est aussi avantageux pour le fondateur. En effet, cela lui permet d'« éviter une dilution excessive et irrémédiable de [ses parts] sociales dès les premières phases de l'entreprise »¹²⁶². En d'autres termes, il réduit le risque d'être dépouillé de sa société à cause d'un investissement qui se révélerait par la suite disproportionné par rapport à la valeur de la société. Enfin, le fait d'accepter un financement par étapes démontre que le fondateur a confiance en son projet et considère les objectifs fixés comme viables. Les investisseurs seront bien entendu sensibles à cela.

c. Pour la société

676 Les *milestones* peuvent servir à motiver le *management* à atteindre les objectifs fixés pour sécuriser les financements supplémentaires¹²⁶³. En dehors de cela, le financement par étapes ne présente pas d'autres avantages réels pour la société.

3. Mise en œuvre

677 Il s'agira de déterminer qui déterminera qu'un objectif a bel et bien été atteint. On évitera de laisser une partie décider seule ; on préférera passer par le consensus ou le recours à un expert tiers. Le problème de cette seconde solution est qu'elle est moins rapide et plus onéreuse que l'alternative consensuelle. Une solution judicieuse est de laisser au conseil d'administration le soin de prendre cette décision. Cela est d'autant plus astucieux puisque le conseil d'administration est en général constitué des représentants de l'investisseur et du fondateur¹²⁶⁴. D'un point de vue plus pratique et juridique, il existe diverses manières de mettre en œuvre un financement par tranches.

¹²⁶² JACCARD/BARUH, p. 281 et la référence citée.

¹²⁶³ FREY, *Investment Agreement*, p. 54.

¹²⁶⁴ FREY, *Investment Agreement*, p. 55.

a. Augmentations de capital successives

Il est possible d'augmenter le capital plusieurs fois et successivement. Cependant, le procédé prend du temps et reste onéreux¹²⁶⁵, puisque chaque augmentation doit être décidée par l'assemblée générale et constatée par acte authentique (art. 650 CO).

678

On peut aussi envisager l'augmentation de capital autorisée (art. 651 CO). L'assemblée générale ne doit alors prendre qu'une seule décision, par laquelle elle autorise le conseil d'administration à augmenter le capital-actions. Cette option a cependant deux désavantages majeurs : tout d'abord, le montant de l'augmentation autorisée ne peut dépasser la moitié du capital-actions (al. 2) ; de plus, elle est limitée dans le temps à deux ans (al. 1). Rappelons que, dans le cadre de l'entrée en vigueur du nouveau droit de la société anonyme, l'augmentation de capital autorisée est supprimée, pour laisser place à la marge de fluctuation du capital (*cf.* N 162).

679

b. Libération partielle des actions

Il est possible de procéder au financement par étapes en utilisant le mécanisme de libération partielle des actions¹²⁶⁶. Il peut s'agir d'une libération partielle à proprement parler, pour le cas où il reste un solde à verser par rapport à la valeur nominale de l'action, ou d'un versement partiel de l'agio uniquement. Ces deux solutions n'apportent cependant pas grande satisfaction : tout d'abord, l'investisseur a bien moins de latitude quant à la continuation de son financement. En effet, selon l'art. 630 CO, l'obligation de libérer l'apport souscrit dans sa totalité est absolue. On ne peut pas la soumettre à conditions¹²⁶⁷. Ainsi, dans le cas où un investisseur devait décider de ne pas continuer le financement, et donc de ne pas libérer l'apport souscrit dans sa totalité, il faudrait alors procéder à une coûteuse réduction du capital. Si cela n'a pas lieu, il y a défaut de paiement pour le solde, ce qui peut entraîner pour l'investisseur l'obligation de payer des intérêts ou la déchéance des droits découlant de sa souscription (art. 681 al. 1 et 2 CO). Pour ces raisons, nous déconseillons fortement toute mise en place d'un financement par étapes basé sur une libération partielle.

680

¹²⁶⁵ JACCARD/BARUH, p. 282. Voir aussi FREY, *Investment Agreement*, p. 55.

¹²⁶⁶ FREY, *Investment Agreement*, p. 56.

¹²⁶⁷ JACCARD/BARUH, p. 282.

c. Versements à fonds perdus

- 681 L'investisseur peut aussi souscrire et libérer un paquet d'actions dans son intégralité ; la suite du financement prenant la forme de versements à fonds perdus, qui seront attribués à la réserve générale¹²⁶⁸. Dans l'optique d'un financement par étapes, le premier versement concernant la libération intégrale d'une certaine quantité d'actions reste ainsi inférieur à l'investissement final souhaité par l'investisseur. En définitive, les investisseurs s'engagent contractuellement à effectuer des versements à fonds perdus lorsque les objectifs fixés sont atteints. JACCARD/BARUH parlent à cet égard d'« *agio contractuel* », terme qui illustre parfaitement la trame de fond d'un tel mécanisme. Cette méthode est avantageuse pour l'investisseur, qui évite tout risque d'être déchu de ses droits sociaux. L'investisseur qui renonce par la suite à investir s'expose uniquement à une action en paiement¹²⁶⁹. En pratique, c'est cette dernière solution qui nous paraît être la plus satisfaisante en ce qui concerne le financement par étapes, à savoir un mécanisme prévoyant tout d'abord un certain apport de capital dans la SA, puis une convention assurant la continuité du financement par le biais de versements à fonds perdus¹²⁷⁰.

III. Garanties

- 682 L'un des éléments centraux lors des négociations du contrat d'investissement est la présence et le genre de garanties octroyées à l'investisseur. Les sûretés réelles et/ou personnelles fournies en cas de prêt (*cf.* N 370 ss) n'entrent pas en ligne de compte dans le cadre d'un financement par fonds propres : en effet, la société et/ou le fondateur ne peuvent pas garantir le remboursement et la rémunération de l'investisseur comme c'est le cas dans le cadre d'un prêt.
- 683 C'est un fait, le financement de jeunes entreprises est extrêmement périlleux, non seulement de par le risque inhérent au jeune âge de la société et à l'impossibilité de prévoir si elle parviendra à s'imposer sur le marché, mais aussi eu égard à sa capacité à tenir ses promesses et la solidité de sa propriété intellectuelle. En d'autres termes, les investisseurs acceptent le risque que le projet se solde par un échec mais ils ne souhaitent pas être grugés. Il faut mentionner que les investisseurs manquent cruellement d'information quant à

¹²⁶⁸ FREY, *Investment Agreement*, p. 56 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 74s.

¹²⁶⁹ Pour le paragraphe, JACCARD/BARUH, p. 282s.

¹²⁷⁰ JACCARD/BARUH, p. 287.

l'état et la santé de la jeune société¹²⁷¹, qui n'est, rappelons-le, pas cotée en bourse. Une majeure partie du processus et des négociations sera utilisée pour effectuer une *due diligence*, ce qui permettra de « rétablir l'égalité d'information entre les participants »¹²⁷².

C'est pour ces raisons qu'ils exigent en principe certaines garanties (« *representations/ reps and warranties* », « *Gewährleistungen/Garantien und Zusicherungen* »). Les fondateurs, quant à eux, tenteront de se ménager des exonérations de responsabilité (« *release of liability* », « *Haftungsfreistellung* »)¹²⁷³. Il faut relever que le droit des sociétés suisse ne prévoit aucun mécanisme particulier de garanties en faveur de l'actionnaire. Les parties doivent donc utiliser leur liberté contractuelle pour mettre sur pied de tels mécanismes de garanties ; ainsi, elles rédigeront un catalogue de garanties couvrant certains aspects de la société et des titres de participation remis¹²⁷⁴.

684

Il existe une multitude de garanties contractuelles possibles, quand bien même le poids de ces garanties reste relatif dans la décision d'investir¹²⁷⁵ : en effet, en raison du jeune âge de la société, elles sont moins exhaustives que lors du rachat d'une société mature¹²⁷⁶. En particulier, lorsque le contrat d'investissement est conclu en vue de la fondation d'une société, les clauses de garanties sont bien moins substantielles – voire simplement supprimées – puisque que la société n'existe pas encore¹²⁷⁷. Souvent, le fondateur garantira simplement à l'investisseur que les informations qu'il lui a fournies étaient complètes et exactes¹²⁷⁸.

685

Généralement, les garanties peuvent porter sur l'état de la société, la pleine propriété des actions ou encore sur le contenu du *business plan* et la manière ou la mesure dans laquelle il est suivi¹²⁷⁹. Bien entendu, les garanties varient en fonction de la transaction et doivent être adaptées à chaque contrat¹²⁸⁰ : la

686

¹²⁷¹ PHILIPPIN/LOEPFE, p. 295. Pour approfondir l'asymétrie de l'information entre la société et son bailleur de fonds, cf. BANIK ET AL., p. 118 ss.

¹²⁷² FREY, *Investment Agreement*, p. 58 ; GERHARD, *Exit*, p. 85.

¹²⁷³ BONVIN, *Capital-risque*, § 8 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 50 ; WENGER/SPECK, p. 187.

¹²⁷⁴ GERHARD, *Évaluation*, p. 25 ; WENGER/HONOLD, p. 163 ; WYSS, *I. Teil*, p. 424 qui utilise le terme de « *verträgliche Zusicherungen* ».

¹²⁷⁵ WYSS, *I. Teil*, p. 424.

¹²⁷⁶ *Ibid.*

¹²⁷⁷ WENGER/SPECK, p. 187.

¹²⁷⁸ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 174.

¹²⁷⁹ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 886 ; BONVIN, *Start-up*, § 11.

¹²⁸⁰ WENGER/SPECK, p. 188.

manière dont elles sont arrangées dépendra largement de la situation d'espèce, c'est-à-dire du genre de produits ou services proposé par la jeune société¹²⁸¹.

- 687 Dans les paragraphes suivants, nous abordons en premier lieu la *due diligence*, qui permet à l'investisseur de mieux comprendre en quoi il investit, pour aborder ensuite la question de qui lui fournira des garanties, sur quoi ces dernières porteront et dans quelle mesure elles pourront être limitées, voire supprimées, pour enfin déterminer comment cette garantie sera mise en œuvre le cas échéant.

A. *Due diligence*

1. Notion

- 688 Contrairement au bailleur de fonds étrangers, qui parvient souvent à s'octroyer certaines garanties ou sûretés, l'investisseur ne peut pas s'assurer qu'il récupérera son investissement¹²⁸². Avant de mettre des fonds à disposition, les investisseurs se doivent donc d'ausculter la société pour vérifier qu'elle est en bonne santé. Cela se fera par le biais de la *due diligence*, qui vise à collecter toutes les informations nécessaires, du point de vue financier, comptable et juridique¹²⁸³, pour réduire au maximum les risques inhérents à l'investissement¹²⁸⁴, évaluer au mieux la valeur de la société¹²⁸⁵ et investir en connaissance de cause¹²⁸⁶. Cela permettra aussi à l'investisseur d'exiger certaines garanties quant à l'exactitude des résultats obtenus au cours de sa *due diligence*¹²⁸⁷.
- 689 Cette *due diligence* peut aller du simple examen du *business plan* à une analyse complète sur plusieurs semaines, voire mois¹²⁸⁸. On attendra bien évidemment du fondateur et de la société une « transparence totale »¹²⁸⁹, dans la mesure où cela ne met pas en péril le développement futur de la société. En

¹²⁸¹ WENGER, *Venture Capital*, p. 26.

¹²⁸² WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 50.

¹²⁸³ BONVIN, *Capital-risque*, § 7.

¹²⁸⁴ ETIQUE/VILLA, p. 249 ; FREY, *Investment Agreement*, p. 58s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 48.

¹²⁸⁵ HERZOG, *Kauf und Verkauf*, p. 24.

¹²⁸⁶ WENGER/HONOLD, p. 151.

¹²⁸⁷ PHILIPPIN/LOEPFE, p. 296.

¹²⁸⁸ FREI, *Assessment*, p. 210. Pour obtenir des documents-modèles de *due diligence*, cf. HÖHN, *Due Diligence*, pp. 129-231.

¹²⁸⁹ DELAYE, *Capital-risqueurs*, § 9 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 72.

outre, le fait que la société ne soit pas cotée peut poser certains problèmes au niveau de ladite transparence¹²⁹⁰. La jeune société et ses dirigeants seront bien avisés d'indexer et de trier soigneusement les documents et informations mis à disposition, ce qui augmentera leur crédibilité aux yeux des investisseurs¹²⁹¹.

En pratique, la société met à disposition de l'investisseur une *data room* (à l'époque, un réel local au sein de la société ; désormais, cela s'effectue plutôt de manière digitale) contenant les informations requises par l'investisseur, portant sur les finances, les contrats, la propriété intellectuelle, le traitement fiscal, les assurances sociales, l'IT ou encore le respect des normes de protection de l'environnement¹²⁹². En définitive, le cadre de la *due diligence* dépendra grandement du domaine dans lequel la jeune société est active : ainsi, dans le domaine de la *biotech*, l'investisseur souhaitera avant tout s'assurer de l'existence des brevets et de l'avancement des produits en développement¹²⁹³. En tout état de cause, lorsqu'il s'agit de jeunes sociétés, ce sont surtout les biens et actifs immatériels (« *immaterielle Werte und Immaterialgüterrechte* ») qui seront examinés. La personnalité et le passé du fondateur seront aussi passés au crible ; un tel *background check* permettra de vérifier sa formation, ses compétences professionnelles et son honorabilité. L'examen de la propriété intellectuelle, s'il y en a, et le contact avec la *team* fondatrice et/ou le *management* seront aussi déterminants.

690

2. Degrés d'approfondissement

Une *due diligence* peut être plus ou moins poussée, selon les circonstances, comme par exemple le domaine dans lequel la jeune société est active, ou selon les moyens financiers, les connaissances techniques et l'expérience dont disposent les parties : ainsi, on constate que les investisseurs providentiels mènent une *due diligence* moindre que celle des sociétés de capital-risque¹²⁹⁴.

691

¹²⁹⁰ Les sociétés cotées sont soumises à plusieurs obligations d'annonces selon le droit boursier et les divers règlements de cotation du SIX Swiss Exchange, cf. ETIQUE/VILLA, p. 249.

¹²⁹¹ VON PLANTA, *Déclarations et garanties*, p. 379. Pour plus de détails quant aux difficultés (et solutions) se posant dans le cadre de la *due diligence*, cf. HÖHN, *Due Diligence*, pp. 37-54.

¹²⁹² WENGER/HONOLD, p. 150.

¹²⁹³ Exemple inspiré de VON PLANTA, *Déclarations et garanties*, p. 379.

¹²⁹⁴ MASON/STARK, p. 231.

a. *Full scope*

692 Comme son nom l'indique, la *full scope due diligence* implique une analyse complète et sous tous les angles. Elle n'est pas forcément nécessaire ou possible chez les jeunes sociétés, par exemple parce qu'il n'existe pas encore de liste extensive de clients ou de fournisseurs à analyser¹²⁹⁵. En outre, le facteur temps doit être pris en compte : la survie de la société dépend de son développement rapide et de l'injection fréquente de liquidités. Contrairement à une société mature qui génère suffisamment de revenus pour se financer, la jeune société ne dispose pas de ce luxe : un contretemps dans le financement peut signifier sa disparition. C'est pourquoi certaines méthodes applicables aux jeunes sociétés ont été développées ; nous analysons ces dernières dans les paragraphes qui suivent.

b. *Venture Capital Due Diligence*

693 Les sociétés de capital-risque, lorsqu'elles mènent leur *due diligence*, s'intéressent principalement à quatre facteurs¹²⁹⁶ :

1. **Management/team fondatrice** : les qualités du *management*, respectivement du fondateur, doivent être mesurées, en particulier l'expérience passée, l'engagement, les qualifications professionnelles ou encore la formation de chaque membre, ainsi que la dynamique et la cohésion du conseil d'administration, respectivement de la direction et de la *team* fondatrice¹²⁹⁷.
2. **Opportunité commerciale** (« *business opportunity* ») : l'idée porteuse doit être une « évolution », c'est-à-dire qu'elle répond au besoin d'un marché déjà existant. Il peut aussi s'agir d'une « révolution », qui espère créer un nouveau marché. On analyse aussi le *business plan*, la potentielle demande pour un tel produit ou service et la concurrence existante ou future¹²⁹⁸.
3. **Aspects intangibles** : il s'agit de ce qui ne peut pas être mesuré concrètement, notamment la réputation de la société et l'impact que pourrait avoir le bouche à oreille sur son développement. Pour

¹²⁹⁵ WENGER/HONOLD, p. 160.

¹²⁹⁶ CAMP, *Venture Capital*, p. 23 ss ; FREI, *Assessment*, p. 37 ss.

¹²⁹⁷ LUKAS, *Bewertung*, p. 72.

¹²⁹⁸ CAMP, *Venture Capital*, p. 23 ss et 66 ss ; FREI, *Assessment*, p. 37 ss.

l'investisseur, c'est aussi ce qui découlera de son intuition commerciale.

4. **Aspects légaux :** il faut constater qu'il n'existe rien d'illicite dans la société avant l'investissement, qu'il s'agisse de la propriété intellectuelle, de la structure juridique choisie, de la conformité fiscale, etc.
5. **Aspects financiers :** on effectue ici une analyse de la situation financière de la société, de sa consommation de liquidités, de la manière dont elle est financée, de son tableau de capitalisation et de sa valorisation.

c. *Red flags*

Lors de l'investissement en capital-risque dans une jeune société, chaque dépense compte. Les parties ont donc peu de moyens à disposition, souvent insuffisants pour effectuer une *due diligence* complète. En conséquence, c'est souvent une « *red flag due diligence* » qui est effectuée, ayant pour but de traquer les éventuels *dealbreakers*¹²⁹⁹. Selon WENGER/HONOLD, les principaux *red flags* qu'il faut absolument inspecter sont l'aperçu de capitalisation et le registre des actionnaires, les plans d'option, la mesure et la manière dont la société est financée par fonds étrangers, le contrat de travail existant avec le fondateur ainsi que les aspects de propriété intellectuelle¹³⁰⁰. Enfin, il faut examiner les contrats et s'assurer qu'ils resteront valides lorsque le contrôle de la société change, ne serait-ce que partiellement, de mains¹³⁰¹.

694

1. **Aperçu de capitalisation et registre des actionnaires :** l'aperçu de capitalisation doit être à jour et correspondre aux informations se trouvant dans le registre des actionnaires. Quant à son contenu, nous renvoyons sur ce qui a été dit plus haut dans ce travail (*cf.* N 666).
2. **Existence de clients :** dans le cas où la jeune société a déjà des clients industriels, même s'il s'agit de clients futurs ou potentiels, elle peut en garantir l'existence en fournissant des lettres d'intentions desdits clients¹³⁰².
3. **Contrats de travail :** les contrats de travail contiennent des éléments de droit des sociétés, de droit des assurances sociales et de droit fis-

695

¹²⁹⁹ WENGER/HONOLD, pp. 148 et 152s.

¹³⁰⁰ WENGER/HONOLD, p. 153.

¹³⁰¹ VON PLANTA, *Déclarations et garanties*, p. 379.

¹³⁰² Entretien avec M. WETZEL.

cal. Il faut donc s'assurer du contenu desdits contrats et de leur conformité aux législations susmentionnées. Les contrats devraient idéalement prévoir que les employés et les fondateurs ne peuvent pas exercer d'activités concurrentes et/ou accessoires, ou que si cela est permis, que ces activités soient annoncées à la société. Il faut aussi se pencher sur le montant des salaires, les éventuels plans d'intéressement et les options octroyées, ainsi que sur le paiement des cotisations sociales et la prévoyance professionnelle¹³⁰³.

4. **Propriété intellectuelle** : il est essentiel d'analyser la propriété intellectuelle que la jeune société détient, plus particulièrement, de parvenir à se faire une idée de sa valeur et de la manière dont elle est protégée¹³⁰⁴. Il arrive que la jeune société renonce à faire breveter son invention, en raison des coûts et de la publicité que cela engendre¹³⁰⁵.
5. **Contrats de financement** : l'investisseur souhaitera être informé des contrats de financement déjà conclus, à savoir principalement quant à d'éventuelles conventions d'actionnaires liant les fondateurs et les autres actionnaires¹³⁰⁶. Il faudra, le cas échéant, savoir ce qu'il advient de ces conventions : elles peuvent être remplacées par une nouvelle convention ou amendées pour permettre à l'investisseur d'en devenir partie.
6. **Absence de procédures judiciaires** : l'investisseur veut être certain que la société ne fait pas – ou ne risque pas de faire – l'objet de procédures judiciaires, que cela soit en matière civile, pénale, fiscale ou administrative¹³⁰⁷. Si des procédures judiciaires sont en cours ou imminentes, il doit en être informé.
7. **Autres** : en définitive, aux parties de définir leurs propres *red flags*. On peut ainsi penser au fait que les cotisations sociales doivent avoir été payées lorsqu'il existe déjà des contrats de travail, que les obligations fiscales sont respectées ou encore que les normes environnementales ne sont pas violées¹³⁰⁸. A nouveau, cela dépendra largement du domaine dans laquelle la jeune société est active commercialement.

¹³⁰³ WENGER/HONOLD, p. 159.

¹³⁰⁴ LUKAS, *Bewertung*, p. 73 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 50.

¹³⁰⁵ WENGER/HONOLD, p. 160. Pour la protection de l'idée porteuse, cf. CCIG, *Propriété intellectuelle*, p. 54 ss.

¹³⁰⁶ WENGER/HONOLD, p. 161.

¹³⁰⁷ SCHENKER, *Versicherung*, p. 260s. ; VON PLANTA, *Déclarations et garanties*, p. 379 ; Entretien avec M. DUCOMMUN.

¹³⁰⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 48 ; Entretien avec M. DUCOMMUN.

d. *Lean start-up*

En raison des coûts importants que peut entraîner une *due diligence*, notamment chez une jeune société, peu habituée à la transparence et encore mal organisée, le concept de « *lean start-up* » a fait son apparition : il s'agit là de réduire au maximum les dépenses, de valider l'idée porteuse et analyser le marché le plus rapidement possible (« *reduce to the max* »). Il est ainsi envisageable de remplacer le *business plan* par un « *lean canvas* »¹³⁰⁹.

696

e. Autres méthodes

Il existe une multitude d'approches différentes développées par les spécialistes, pour effectuer une *due diligence* au sein d'une jeune société. Nous avons eu l'occasion de mentionner celles qui nous paraissaient les plus emblématiques et illustratives. Il faut toutefois savoir qu'il ne s'agit pas d'une science exacte, si bien qu'il faudra adapter son approche au cas par cas, et éventuellement utiliser plusieurs méthodes simultanément. Nous renvoyons donc le lecteur à la thèse remarquable de FREI, qui analyse et compare tour à tour et en détails une dizaine de méthodes de *due diligence*, dont notamment celles recommandées par PwC ou UBS¹³¹⁰.

697

B. Garants

L'exactitude des informations obtenues au cours de la *due diligence* menée par l'investisseur pourront être garanties¹³¹¹. S'il est évident que les garanties sont données aux investisseurs¹³¹², la question de savoir qui fournit de telles garanties reste ouverte. En principe, elles sont données par les fondateurs en raison de leur statut usuel d'actionnaires dirigeants, mais peuvent aussi être fournies par les actionnaires existants, par le *management* ou par la société elle-

698

¹³⁰⁹ WENGER/HONOLD, p. 149. Pour plus de détails quant au *lean canvas*, cf. MIKOLAJCZAK Laurent, *Accélérateur de Startup : Méthode du LEAN CANVAS—Visualisez vos hypothèses critiques !* <<https://medium.com/creative-wallonia-engine/acc%C3%A9l%C3%A9rateur-de-startup-m%C3%A9thode-du-lean-canvas-visualisez-vos-hypoth%C3%A8ses-critiques-d77e5ade3f62>> (consulté le 27 juin 2019).

¹³¹⁰ Voir aussi HÖHN, *Due Diligence*, pp. 89-129.

¹³¹¹ PHILIPPIN/LOEPFE, p. 296.

¹³¹² Les investisseurs donnent parfois certaines garanties, extrêmement restreintes et portant notamment sur leur légitimité, l'absence de conflits d'intérêts, la possession de fonds suffisants ou leur capacité de s'engager, cf. SECA, *Investment agreement*, p. 12, ndbp 16.

même¹³¹³. Il faut en outre décider si le fondateur donne une garantie causale ou s'il la donne uniquement « au meilleur de sa connaissance »¹³¹⁴. Enfin, aux parties de choisir si certains objectifs (pronostics du chiffre d'affaires, du bénéfice ou du EBIT) feront l'objet de garanties¹³¹⁵.

1. Fondateurs

699 En principe, on admet que les fondateurs puissent, voire doivent donner les garanties usuelles. Savoir si les garanties données par les fondateurs doivent être réitérées à chaque nouvelle tranche de financement, lorsqu'un financement par étape a été choisi, reste une question controversée. En Suisse, il arrive parfois que les garanties soient réitérées mais cela reste une pratique marginale¹³¹⁶. Selon WYSS¹³¹⁷, il est justifié de renouveler les garanties envers l'investisseur lorsque ce dernier ne participe pas à la gestion de la société et a un droit à l'information limité. On recommandera aux fondateurs de limiter, dans toute la mesure du possible, les garanties qu'ils donnent, en particulier de ne pas donner de garanties personnelles trop larges.

2. Actionnaires existants

700 En cas d'acquisition originaire, les actionnaires « passifs », qui n'exercent aucun contrôle ou influence sur la société, refuseront en général de fournir une quelconque garantie. Ces actionnaires passifs peuvent être des entités de droit public – comme par exemple les Écoles polytechniques ou les Universités –, certains *business angels* ou les trois F, ou même parfois des fondateurs ayant choisi d'abandonner définitivement la gestion de la société¹³¹⁸. Dans le dernier cas, la garantie fournie par le fondateur portera uniquement sur les faits datant de l'époque où ce dernier était encore en charge¹³¹⁹. Il arrive cependant que les actionnaires existants acceptent de donner certaines garanties sur l'état de l'entreprise. En effet, ces actionnaires souhaitent avant tout la pérennité de la société et savent qu'en raison de la courte existence de la société et de son historique relativement court, il existe peu de risques que la clause de garantie

¹³¹³ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 886 ; GERHARD, *Exit*, p. 91 ; PHILIPPIN/LOEPFE, p. 296 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 51 ; WENGER/SPECK, p. 188.

¹³¹⁴ « nach bestem-Wissen und Gewissen »-Klausel, cf. WENGER, *Venture Capital*, p. 27 et 51.

¹³¹⁵ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 51.

¹³¹⁶ WYSS, *I. Teil*, p. 425.

¹³¹⁷ *Ibid.*

¹³¹⁸ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 51 ; WYSS, *I. Teil*, p. 424.

¹³¹⁹ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 886 ; WYSS, *I. Teil*, p. 424.

soit mise en œuvre¹³²⁰. Les modèles de la SECA proposent quant à eux de séparer les garanties en deux groupes distincts : les garanties données par l'ensemble des actionnaires, qu'ils soient actifs ou passifs, et des garanties plus larges pour les actionnaires plus actifs (fondateurs, employés-clés, etc.)¹³²¹.

3. Actionnaires-vendeurs

Dans le cas où des actions sont aliénées, c'est l'actionnaire-vendeur qui donnera des garanties, principalement quant à son droit de pleine propriété sur les titres¹³²², c'est-à-dire une garantie contre l'éviction. Il ne faut pas oublier la garantie légale de l'art. 197 CO ne s'étend pas à la valeur économique desdites actions, à moins que le vendeur n'ait fait une promesse spéciale sur ce point et si l'acheteur a observé l'art. 201 CO. En outre, en cas d'erreur sur la valeur du patrimoine social, l'acheteur dispose de l'action fondée sur les vices du consentement¹³²³.

701

4. Management

Le *management*, en tant qu'il est très fréquemment constitué par des actionnaires au sein des jeunes sociétés, sera en principe sollicité pour l'octroi de garanties¹³²⁴. WEBER constate que les parties choisissent souvent d'impliquer personnellement et de manière formelle le *management* dans l'octroi de garanties, à l'aide de clause de *best knowledge*¹³²⁵. Cela s'explique par le fait que le *management* est censé connaître parfaitement la société. En refusant de fournir des garanties au meilleur de leurs connaissances, le *management* donne alors plus facilement l'impression de cacher quelque chose¹³²⁶.

702

En outre, il convient de mentionner qu'un administrateur remettant des informations fausses ou inexactes à un investisseur, intentionnellement ou non, pour le convaincre d'investir dans la jeune société, engage sa responsabilité personnelle, voire sa responsabilité pénale. Au niveau civil, il peut s'agir

703

¹³²⁰ WENGER/SPECK, p. 188.

¹³²¹ SECA, *Investment agreement*, p. 11.

¹³²² FREY, *Investment Agreement*, p. 61 : « *unbelastetes Eigentum* » ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 51 ; Entretien avec M. DUTHEIL.

¹³²³ ATF 107 II 419, JdT 1982 I 380, consid. 1 ; BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 886.

¹³²⁴ PHILIPPIN/LOEPFE, p. 296.

¹³²⁵ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 51.

¹³²⁶ FREY, *Investment Agreement*, p. 59.

d'une responsabilité aquilienne (pour dol, art. 28 al. 1 CO), par exemple lorsque l'administrateur ment sur la situation financière de la société pour obtenir un financement¹³²⁷, en effectuant des « assertions inexactes, telles que faux renseignements sur la situation financière de la société, [ou des] violation des règles relatives à l'établissement du bilan »¹³²⁸. Il peut aussi s'agir d'une responsabilité basée sur la confiance, trouvant son essence dans l'art. 2 CC¹³²⁹. Cette responsabilité « instaure un fondement propre de responsabilité se situant entre le contrat et l'acte illicite » et englobe la responsabilité issue de la *culpa in contrahendo*¹³³⁰. Il est admis que l'administrateur établit, avec l'investisseur, une relation de confiance particulière, en tant que le comportement du premier est de nature à éveiller des espérances concrètes et déterminées auprès du second¹³³¹; l'investisseur est donc « en droit de s'attendre à recevoir de ce dernier des informations conformes à la vérité »¹³³². La responsabilité sera engagée, dès lors que l'investisseur consent à son engagement sur la base des informations inexactes ou trompeuses, et qu'il subit de ce fait un dommage¹³³³.

- 704 Notons enfin que la communication d'informations inexactes et trompeuses à l'investisseur, lorsqu'elle est volontaire, peut engager la responsabilité pénale de l'administrateur¹³³⁴ pour escroquerie (art. 146 CP), pour atteinte astucieuse aux intérêts pécuniaires d'autrui (art. 151 CP) ou pour faux renseignements sur les entreprises commerciales (art. 152 CP, cf. N 984).

5. Société

- 705 Il est envisageable que la société s'engage à mettre en œuvre les garanties fournies dans le cadre du financement. Il est alors nécessaire que la société

¹³²⁷ ATF 106 II 257, JdT 1982 II 106, qui concernait l'obtention d'un crédit à la société.

¹³²⁸ ATF 106 II 257, JdT 1982 II 106, consid. 2.

¹³²⁹ ATF 134 III 390, JdT 2010 I 143, consid. 4.3.2 : « devoirs de protection et d'information qui découlent du principe de la bonne foi (art. 2 CC) ». Voir aussi ATF 130 III 345, JdT 2004 I 207.

¹³³⁰ ATF 134 III 390, JdT 2010 I 143, consid. 4.3.2.

¹³³¹ ATF 130 III 345, JdT 2004 I 207, consid. 2.1.

¹³³² HÄNNI, *Responsabilité*, p. 71.

¹³³³ HÄNNI, *Responsabilité*, p. 72 : « cette condition sera remplie si un investisseur souscrit [...] des actions qu'il n'aurait pas souscrites autrement ou qu'il aurait acquises à un prix inférieur ».

¹³³⁴ Pour plus de détails à ce sujet, HÄNNI, *Responsabilité*, p. 70.

s'engage à cela valablement, d'un point de vue juridique, en signant le contrat d'investissement, par le biais de ses représentants¹³³⁵.

En ce qui concerne de telles garanties, la situation juridique est pour le moins controversée¹³³⁶. BARTHOLD, considère que la société ne peut pas s'engager de la sorte car cela irait à l'encontre du droit des sociétés suisse, en tant que cela heurterait le principe de l'interdiction de restituer les versements des actionnaires (art. 680 al. 2 CO)¹³³⁷. WYSS, à l'instar d'une grande partie de la doctrine spécialisée, considère que cela est possible, mais que les limites posées par le droit des sociétés suisse, en particulier par l'art. 680 al. 2 CO en ce qui concerne l'interdiction de restitution des versements des actionnaires et par l'art. 678 CO (qui concerne l'action en restitution) doivent impérativement être respectées, à défaut de nullité¹³³⁸. Autrement dit, la société ne pourrait être tenue à garantie que lorsqu'elle dispose de moyens suffisants et disponibles, ce qui est bien entendu rare chez les jeunes sociétés¹³³⁹. Pour éviter cela, PHILIPPIN/LOEPFE proposent d'envisager la voie du porte-fort selon l'art. 111 CO¹³⁴⁰, ou la remise d'actions de la société, qu'il s'agisse d'actions propres ou d'actions nouvellement émises¹³⁴¹. WENGER/SPECK proposent quant à eux que la société se porte garante et s'engage à effectuer – lors d'un cas de garantie – une augmentation de capital « de compensation » (« *kompensierende Kapitalerhöhung* ») en faveur de l'investisseur, par une émission d'actions gratuites¹³⁴² (cf. N 715). Cela implique que les actionnaires renoncent à leur droit de souscription préférentiel. En tout état de cause, la société ne donnera rarement des garanties ; le modèle SECA ne prévoit d'ailleurs pas un tel cas¹³⁴³.

¹³³⁵ PHILIPPIN/LOEPFE, p. 296.

¹³³⁶ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 886.

¹³³⁷ *Ibid.*

¹³³⁸ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 886 ; FREY, *Investment Agreement*, p. 61 ; FRICK, *Private Equity*, p. 430 ; GERHARD, *Private investments*, p. 304 ; PHILIPPIN/LOEPFE, p. 296 ; WYSS, *I. Teil*, p. 425.

¹³³⁹ FREY, *Investment Agreement*, p. 61.

¹³⁴⁰ Selon ces auteurs, ainsi que BARTHOLD, il existe un risque important que la garantie donnée par la société, en principe sous forme de porte-fort au sens de l'art. 111 CO, soit requalifiée en cautionnement (art. 492 ss CO), ce qui la rendrait nulle du fait qu'elle souffre d'un vice de forme, cf. BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 886 ; PHILIPPIN/LOEPFE, p. 299. Nous ne partageons pas cet avis, puisqu'en l'espèce, la caution serait une personne morale (la société) et non physique, ce qui ne soumettrait pas la déclaration de cautionnement à l'exigence de forme authentique au sens de l'art. 493 al. 2 CO mais à la forme écrite ordinaire de l'art. 493 al. 1 CO ; il faut encore une indication chiffrée de la garantie assumée, cf. CR CO I-MEIER, art. 493 N 11.

¹³⁴¹ PHILIPPIN/LOEPFE, p. 299.

¹³⁴² WENGER/SPECK, p. 188s.

¹³⁴³ SECA, *Investment agreement*, p. 11s, ndbp 14 *in fine*.

C. Objet de la garantie

707 Les garanties porteront généralement sur l'exactitude et la véracité des éléments, informations et renseignements récoltés dans le cadre de la *due diligence* menée par l'investisseur. Comme nous avons eu l'occasion de le préciser dans les paragraphes précédents, ces garanties devront couvrir notamment l'existence et la légalité de fondation de la société, la tenue correcte des livres, la validité des titres de participation et le fait qu'ils sont détenus en pleine propriété, le fait que la société possède les autorisations nécessaires à la conduite de son activité commerciale, la conformité aux obligations fiscales et sociales, la protection d'une éventuelle propriété intellectuelle, et plus généralement l'exactitude des informations et documents communiqués lors de la *due diligence*¹³⁴⁴ (cf. N 691). En outre, d'autres types de garanties seront donnés par les actionnaires existants et/ou le *management* : ces derniers peuvent s'engager à adopter un certain comportement par le futur ou à maintenir une certaine situation par le biais de *covenants*. On pense par exemple à la promesse de gérer correctement la société entre la signature du contrat et l'entrée de l'investisseur au capital-actions¹³⁴⁵.

D. Limitation de garantie

708 Il est habituel de prévoir une limitation de garantie (aussi appelé « exclusion » ou « exonération de responsabilité ») en faveur du fondateur, des autres actionnaires et/ou de la société¹³⁴⁶ ; cette pratique est particulièrement fréquente lorsque l'investissement a lieu durant le *early stage*. En général, cette limitation est assortie de diverses modalités ; on pense notamment au fait de limiter la responsabilité à certains éléments, uniquement à partir d'un certain montant ou à un certain laps de temps¹³⁴⁷. En d'autres termes, les garanties portent sur certains faits particuliers, ne sont données qu'à concurrence d'un certain montant et sont limitées dans le temps.

709 L'une des interrogations doctrinales est de savoir si l'art. 200 CO trouve application. Cette disposition limite la responsabilité du vendeur lorsque l'acheteur connaissait – ou aurait dû connaître – certains défauts. Dans le cadre du financement d'une jeune société, accepter l'application dudit article

¹³⁴⁴ FRICK, *Private Equity*, p. 431 ; Entretien avec M. WETZEL ; Entretien avec M. DUCOMMUN ; Entretien avec M. HARFOUCHE.

¹³⁴⁵ FREY, *Investment agreement*, p. 44 ; GERHARD, *Exit*, p. 91.

¹³⁴⁶ Entretien avec M. DUCOMMUN.

¹³⁴⁷ WENGER/SPECK, p. 189.

signifierait que la société ou l'actionnaire ne répond pas des défauts que l'investisseur connaissait ou dont il aurait dû s'apercevoir lors de la *due diligence*. Nous suivons WENGER/HONOLD, qui répondent par l'affirmative à cette question, l'application de l'art. 200 CO n'est pas opportune dans le cadre du financement d'une jeune société, en raison de la multitude de parties impliquées ; il faudrait donc explicitement exclure l'application de cette disposition et prévoir un régime plus adapté en ce qui concerne les limitations de garanties suite à la *due diligence* de l'investisseur¹³⁴⁸.

En pratique, le fait de fournir l'ensemble des éléments et informations pertinents à l'investisseur permettra de justifier une limitation de garanties¹³⁴⁹. En effet, dans le cadre de la *due diligence*, l'investisseur aura effectué son travail d'analyse et pourra décider d'investir en connaissance de cause (« *disclosed matters* »)¹³⁵⁰. Toutefois, la question de la « *Anrechenbarkeit der aus der Due Diligence erworbenen Kenntntisse* » reste délicate : les actionnaires existants et fondateurs souhaitent que le maximum de documents soient considérés comme connus par l'investisseur, alors que ce dernier souhaite une approche plus restrictive. Une solution à ce conflit est la rédaction d'une *disclosure letter*¹³⁵¹, qui est en fait une déclaration du vendeur, contenant des documents et informations concrets, sur lesquels l'investisseur accepte de ne pas pouvoir faire valoir de prétentions en garantie si la réclamation se fonde sur lesdits documents et informations¹³⁵², et pour autant, bien entendu, que ces derniers sont intégralement exacts et conformes à la vérité.

710

E. Mise en œuvre de la garantie

Lorsque la garantie doit être appliquée, il est plutôt rare que cela se fasse par la voie des dommages-intérêts. En effet, les fondateurs ou les actionnaires existants ne possèdent pas forcément les fonds suffisants pour indemniser l'investisseur de manière adéquate¹³⁵³. Comme en cas de dilution (*cf.* N 871), une indemnisation ou une révision du prix, à la baisse, doit donc être prévue. Il s'agit de savoir précisément comment mettre en œuvre cette indemnisation. En

711

¹³⁴⁸ WENGER/HONOLD, p. 163s.

¹³⁴⁹ Entretien avec M. DUTHEIL.

¹³⁵⁰ SECA, *Investment agreement*, p. 15.

¹³⁵¹ WENGER/HONOLD, p. 164.

¹³⁵² LECLERCQ, *Cession*, p. 167s., par analogie.

¹³⁵³ FREY, *Investment Agreement*, p. 62 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 177 ; WENGER/SPECK, p. 189.

pratique, la partie lésée avisera la société (qui avisera ensuite les actionnaires concernés) d'une violation de garanties (« *breach of warranty* »)¹³⁵⁴.

1. Indemnisation financière

712 Lorsque l'on parle d'une compensation financière dans le cadre de la mise en œuvre de garanties portant sur un financement, on pense principalement au cas où la jeune société peut utiliser ses fonds propres librement disponibles pour indemniser l'investisseur¹³⁵⁵. Pour ce faire, il faut que la société ait accepté ou accepte d'être débitrice des cas de garanties ; nous renvoyons à ce qui a été dit précédemment pour ce cas particulier, quant à la personne du garant. On peut aussi imaginer une indemnisation financière provenant du patrimoine privé des fondateurs ou actionnaires existants. Ces fonds seraient versés à la société ou aux investisseurs lésés¹³⁵⁶. Dans les deux cas cependant, les moyens à disposition sont généralement limités : la jeune société ne possède que peu ou pas de liquidités, et les fondateurs n'ont pas meilleure mine. Cette solution est donc, en pratique, difficilement réalisable. C'est pour cela qu'il est fréquent que la responsabilité des fondateurs puisse être limitée à un certain pourcentage de l'investissement consenti (« *liability cap* »)¹³⁵⁷.

2. Remise d'actions

713 Comme nous le verrons lorsqu'il s'agit de compenser l'investisseur dilué (*cf.* N 871 ss), il est possible d'indemniser la partie lésée en lui remettant des actions déjà existantes ou nouvellement émises.

714 Ainsi, il est possible pour les débiteurs de la garantie d'indemniser et/ou de rembourser l'investisseur en lui remettant un certain nombre des actions qu'ils détiennent¹³⁵⁸. Néanmoins, une telle mise en œuvre aura pour conséquence de marginaliser fortement les débiteurs de la garantie¹³⁵⁹, ce qui risquerait de détériorer irrémédiablement leur relation avec les investisseurs. En conséquence, d'autres solutions doivent être préférées ou combinées dans les cas où cela est possible et envisageable. On peut aussi prévoir que la société remette

¹³⁵⁴ SECA, *Investment agreement*, p. 13.

¹³⁵⁵ Sur la notion de fonds propres librement disponibles, *cf.* IFFLAND, *Rachat*, p. 52.

¹³⁵⁶ SECA, *Investment agreement*, p. 14.

¹³⁵⁷ SECA, *Investment agreement*, p. 15.

¹³⁵⁸ FREY, *Investment Agreement*, p. 62 ; PHILIPPIN/LOEPFE, p. 299 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 50 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 24.

¹³⁵⁹ PHILIPPIN/LOEPFE, p. 299.

une partie de ses actions propres à l'investisseur¹³⁶⁰. Ainsi, les actionnaires existants ne sont pas appauvris en ce qui concerne le nombre de titres qu'ils possèdent. Ils sont toutefois bien évidemment dilués, eu égard à la participation de l'investisseur revue à la hausse.

On peut remettre des actions nouvellement émises par la société pour éviter de trop réduire les participations des fondateurs. On parle alors d'« augmentation de capital compensatoire »¹³⁶¹ (« *compensatory capital increase* », « *kompensierende Kapitalerhöhung* »). Par une telle procédure, les actionnaires existants s'engagent à voter une augmentation de capital et à renoncer à leur droit préférentiel de souscription, en faveur de l'investisseur (art. 652b CO). Cela peut se faire soit gratuitement, soit au prix de la valeur nominale : si la société dispose de suffisamment de capital libre, alors l'augmentation de capital pourrait être faite de manière gratuite (art. 652d al. 1 CO), c'est-à-dire sans qu'un apport soit effectué pour couvrir les nouvelles actions. À défaut, il faudra souscrire les actions à leur valeur nominale au moins¹³⁶². Cette solution présente l'avantage d'assurer le respect du droit impératif des sociétés suisse, notamment en ce qui concerne l'interdiction de remboursement du capital à l'actionnaire ; en effet, ce n'est pas la société mais bien les actionnaires existants qui devront mener à bien la compensation et qui se verront dilués. Le seul cas où la société voit son bilan souffrir d'une telle compensation est celui où l'augmentation de capital est gratuite, c'est-à-dire qu'elle s'effectue en convertissant les fonds propres librement disponibles en capital-actions.

715

3. Droit de liquidation forcée

Il est aussi possible de prévoir contractuellement qu'en cas de violation avérée du contrat, par exemple lorsque le fondateur a remis des informations erronées à l'investisseur, l'investisseur lésé obtient un droit à la liquidation forcée de la société. Ce dernier pourra ainsi s'indemniser sur le produit de liquidation, pour autant qu'il en existe un¹³⁶³, ce d'autant plus qu'un tel droit de liquidation forcée est en général couplé avec un avantage patrimonial sur le produit de liquidation (*cf.* N 1001). Il s'agit là d'une solution radicale et extrême, qui donne pour ainsi dire à l'investisseur un droit de vie ou de mort sur la société. Il s'agit donc d'octroyer un tel droit avec circonspection et d'être conscient des sévères conséquences et répercussions qu'une telle clause pourrait avoir

716

¹³⁶⁰ PHILIPPIN/LOEPFE, p. 296 ; WYSS, *I. Teil*, p. 425.

¹³⁶¹ Terme emprunté à PHILIPPIN/LOEPFE, p. 300. Voir aussi WENGER/SPECK, p. 188s.

¹³⁶² PHILIPPIN/LOEPFE, p. 300 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 24 ; WENGER/SPECK, p. 189.

¹³⁶³ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 177.

sur l'avenir de la jeune société. Nous revenons sur un tel droit dans la suite de ce travail (cf. N 1022)

4. Solution hybride

- 717 Comme souvent, des solutions hybrides peuvent être imaginées par les parties, permettant d'entremêler les diverses solutions abordées ci-dessus. On pense par exemple à un système où la compensation se ferait en premier lieu par l'utilisation des capitaux libres de la jeune société, puis, dans la mesure où cela n'est pas suffisant, par une augmentation de capital compensatoire ou la remise d'actions par certains actionnaires¹³⁶⁴.

IV. Inexécution

- 718 Si l'une des parties ne respecte pas ses obligations, elle engage sa responsabilité contractuelle et s'expose au paiement de dommages-intérêts et/ou à l'exécution desdites obligations. L'investisseur qui n'aurait pas effectué l'apport en capital promis dans le contrat d'investissement ou le fondateur, respectivement la société, qui n'effectue pas l'augmentation de capital et l'émission d'actions convenue peuvent être tenus pour responsables¹³⁶⁵.
- 719 En cas d'inexécution et de litige subséquent, le modèle SECA propose de suivre la voie de l'arbitrage. Pour WENGER/SPECK, ce mode de résolution risque de s'avérer trop coûteux, d'autant plus que les litiges ne sont pas forcément compliqués et les valeurs litigieuses facilement calculables¹³⁶⁶. Nous jugeons opportun de prévoir, en cas d'inexécution par l'une des parties, que la partie lésée puisse résoudre le contrat d'investissement et se retirer des contrats adjacents, comme la convention d'actionnaires¹³⁶⁷. Pour le surplus, c'est le régime ordinaire de l'inexécution qui s'appliquera (art. 97 ss CO).
- 720 En réalité, au niveau des obligations à exécuter par les parties, le contrat d'investissement est d'exécution relativement facile, puisqu'il s'agira principalement de faire entrer l'investisseur au capital de la société. Ce sont bien plus la préparation et la négociation dudit contrat qui sont déterminantes. Le contrat est donc aisément exécuté, et ne présente habituellement que peu de

¹³⁶⁴ Exemple emprunté à PHILIPPIN/LOEPFE, p. 300.

¹³⁶⁵ Pour la problématique de l'engagement inconditionnel contenu dans le bulletin de souscription, cf. N 646.

¹³⁶⁶ WENGER/SPECK, p. 189s.

¹³⁶⁷ A l'instar de FREY, *Investment Agreement*, p. 52.

risques d'inexécution, ce contrairement à la convention d'actionnaires qui s'étend sur une durée prolongée. En réalité, nous allons jusqu'à dire que l'exécution du contrat d'investissement, une fois ce dernier négocié et conclu, est une formalité, si bien que nous ne nous y attarderons pas.

Chapitre 3 : Convention d'actionnaires

Avec le contrat d'investissement, la convention d'actionnaires est l'un des instruments juridiques essentiels au financement d'une jeune entreprise¹³⁶⁸. Plus généralement, c'est l'un des documents les plus importants pour l'organisation de l'actionnariat des sociétés anonymes¹³⁶⁹.

721

I. Généralités

A. Notion

La convention d'actionnaires (« *shareholders agreement* », « *Aktionärbin-dungsvertrag* ») est un contrat par lequel les actionnaires d'une société règlent de manière détaillée et globale leurs droits et obligations¹³⁷⁰. Les droits et obligations diffèrent selon le type d'actionnaires et leurs attentes¹³⁷¹. En vérité, la convention d'actionnaires va à l'encontre du principe de la société anonyme qui, comme son nom l'indique, donne peu d'importance aux individus composant l'actionnariat. La convention d'actionnaires complète ainsi cet anonymat en y intégrant des éléments plus personnels¹³⁷². Elle permet notamment

722

¹³⁶⁸ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1083, qui considèrent à raison la convention d'actionnaires comme un document fondamental pour les jeunes sociétés. Nous nous permettons de renvoyer au modèle « typique du domaine du capital-risque », présenté par les auteurs susmentionnés en p. 1049 ss.

¹³⁶⁹ BÖCKLI/MORSCHER, p. 53 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 53.

¹³⁷⁰ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1083.

¹³⁷¹ FRICK, *Private Equity*, p. 248 ; LEIS/JACCARD, p. 129 ; WYSS, 2. Teil, p. 514.

¹³⁷² FRICK, *Private Equity*, p. 265.

« d'exercer une influence commune » sur la société et d'organiser les rapports entre les parties¹³⁷³.

- 723 Les conventions passées dans le but du financement d'une jeune société réunissent en principe tous les actionnaires¹³⁷⁴. Dans un tel cas, on se trouve face à une « *Doppelgesellschaft* » : la société devient alors « l'organe d'exécution » de la convention¹³⁷⁵. Cela a pour conséquence que l'assemblée générale n'est plus qu'une simple formalité, les décisions ayant déjà été prises auparavant par les parties. Autrement dit, ce n'est plus lors de l'assemblée générale que les débats ont lieu. Par ailleurs, les conventions d'actionnaires modifient la structure capitaliste de la société anonyme, en tant qu'elles permettent d'instaurer des majorités qualifiées¹³⁷⁶ et de mettre des obligations à la charge de l'actionnaire.
- 724 D'un point de vue temporel, la convention permet de régler les rapports entre l'investisseur et le fondateur pendant toute la durée du financement, c'est-à-dire depuis l'entrée au capital de l'investisseur jusqu'à sa sortie¹³⁷⁷, contrairement au contrat d'investissement, qui règle uniquement et de manière ponctuelle l'entrée de l'investisseur au capital de la jeune société.
- 725 Certes, le droit suisse des sociétés permet déjà certains aménagements au niveau des statuts, comme les actions à droit de vote privilégié, les actions privilégiées ou encore les restrictions de transmissibilité ; ces aménagements restent toutefois limités « dans leur ampleur [ou] dans leur utilisation »¹³⁷⁸. Le droit des sociétés ne possède par ailleurs qu'un rôle marginal lors de l'établissement des rapports entre les actionnaires dans la convention d'actionnaires ; il gagne en importance lorsque vient le moment d'assurer la bonne exécution de la convention d'actionnaires et de protéger les tiers¹³⁷⁹. En raison de cette absence générale d'applicabilité du droit des sociétés à la convention, ce sont les règles du droit des obligations qui s'appliquent, notam-

¹³⁷³ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 104.

¹³⁷⁴ Par analogie, RÜTTER/ZWYSSIG, p. 146.

¹³⁷⁵ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 105 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1084.

¹³⁷⁶ CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, art. 692 N 52 et 94 ss ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 112.

¹³⁷⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 265 ; WENGER/HONOLD, p. 148 ; WENGER/SPECK, p. 199.

¹³⁷⁸ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 103. Voir aussi FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 324, qui déclare que « les conventions d'actionnaires peuvent être utilisées à la place des aménagements statutaires [...] ou en complément, afin de compléter ou de renforcer leur effets ».

¹³⁷⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 270s.

ment le principe de la liberté contractuelle (art. 19 CO)¹³⁸⁰. Enfin, la convention d'actionnaires, en dépit de son importance pratique, est un contrat in-nommé¹³⁸¹, c'est-à-dire qu'elle n'est pas traitée par la partie spéciale du CO, ce qui est, à notre avis, fort regrettable.

B. But

Généralement, le but d'une convention d'actionnaires et de remédier à l'anonymat et la (trop) grande liberté de l'actionnaire dans la société anonyme. Elle permet aux actionnaires de se coordonner et de s'obliger les uns envers les autres, pour assurer la pérennité et la croissance de la jeune société. Idéalement, la convention d'actionnaires devrait toujours tendre à « favoriser la recherche de consensus »¹³⁸².

726

En pratique, le but d'une convention d'actionnaires conclue dans le contexte du financement d'une jeune société est de sécuriser au mieux l'investissement consenti par le bailleur de fonds. En effet, les risques sont élevés et la société ne possède en principe pas d'actifs suffisants¹³⁸³. Sauf exception, le fondateur ne dispose pas d'une fortune suffisante pour procurer au bailleur de fonds des garanties réelles ou personnelles¹³⁸⁴. Ainsi, le bailleur de fonds est réduit à prendre certaines mesures, en exerçant rapidement une certaine influence sur la gestion de la société. C'est dans la convention d'actionnaires que de telles mesures peuvent être négociées¹³⁸⁵.

727

C. Contenu

En vertu du droit des sociétés et de l'art. 680 al. 1 CO, la seule obligation de l'actionnaire est de payer le prix d'émission de leurs titres. Partant, d'un point de vue statutaire, les fondateurs et les investisseurs n'ont et ne peuvent avoir, en tant qu'actionnaires, aucune obligation particulière les uns envers les autres ou envers la société. La convention d'actionnaires, « bonne à tout faire »¹³⁸⁶, permet de remédier à ce vide inopportun, en réglant les droits et obligations de

728

¹³⁸⁰ FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 362 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, pp. 200 et 205.

¹³⁸¹ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1083.

¹³⁸² LEIS/JACCARD, p. 135, qui parlent de « *consensus building* ».

¹³⁸³ FRICK, *Private Equity*, p. 267 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 3.

¹³⁸⁴ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 29.

¹³⁸⁵ FRICK, *Private Equity*, p. 268.

¹³⁸⁶ PETER/JACQUEMET, p. 174.

chacun¹³⁸⁷ ; on considère alors qu'elle complète efficacement les statuts¹³⁸⁸. La convention d'actionnaires définira les rapports entre les parties et la société, tout au long de l'investissement¹³⁸⁹. Cela concerne les avantages patrimoniaux (droits préférentiels sur le produit de vente, privilège de liquidation, etc.) et les accords de vote et de majorités spécifiques, mais aussi et comme nous le verrons, les perspectives de désengagement, l'anti-dilution, les droits d'acquisition des actions, les droits à l'information ainsi que l'interdiction de concurrence et le devoir de fidélité¹³⁹⁰.

729 La structure de la convention d'actionnaires suivra en principe ce fil rouge : préambule, volume des participations respectives, raisons de la convention, durée de la convention et possibilités de résiliation, dépôt des actions, clause pénale, cas de successions, droit applicable et for. On peut encore mentionner les *boilerplates clauses*, comme les clauses d'intégralité, de modifications écrites ou de divisibilité¹³⁹¹. Nous renvoyons aux excellents modèles de la SECA et d'HERITIER LACHAT/CHENAUX, pour des exemples de conventions d'actionnaires utilisées dans le contexte du financement de jeunes sociétés.

D. Conventions multiples

730 Il est possible de faire plusieurs conventions d'actionnaires qui sont toutes indépendantes les unes des autres, mais qui doivent néanmoins s'accorder pour éviter que certains actionnaires soient écartelés entre deux conventions. Ainsi, on pourrait imaginer que plusieurs fondateurs de la première heure passent ensemble une convention d'actionnaires leur permettant de faire front commun face aux futurs investisseurs. Ou par exemple le cas de deux sociétés de capital-risque qui passent ensemble une convention d'actionnaires en vue d'un investissement en commun dans une jeune société – la convention d'actionnaires pourra alors s'apparenter alors à un contrat de *joint-venture*. Ou encore une famille fondatrice passant en son sein une convention d'actionnaires, pour former une coalition de contrôle et ne pas risquer de

¹³⁸⁷ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 4 ; FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 362 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1086 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 182.

¹³⁸⁸ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 197s.

¹³⁸⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 52.

¹³⁹⁰ BAUMANN/ZYSSET, p. 151 ; BONVIN, *Capital-risque*, § 9 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1083 ; MÜLLER, *Aktionärbindungsvertrag*, p. 5 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 186 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 52.

¹³⁹¹ SECA, *Shareholders agreement*, p. 34 ss. Plus de détails sur ces clauses, cf. MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 233 ss.

perdre les rênes de la société¹³⁹². Si, d'un point de vue dogmatique, nous n'avons rien contre l'existence de plusieurs groupes d'actionnaires, nous recommandons de mettre en place une convention d'actionnaires réunissant tout le sociétariat et réglant au moins les aspects fondamentaux que sont la confidentialité, l'interdiction de concurrence, les droits d'acquisition préférentielle, la répartition du bénéfice/produit de vente des titres et les accords de vote. Cela permet d'assurer un contrôle sur l'actionnariat et sur sa coordination, et de largement améliorer la prévisibilité de ses agissements.

E. Limitations

Comme nous l'avons mis en exergue, la convention d'actionnaires a pour but de compléter les statuts de la société et le droit de la société anonyme suisse, qui laissent une très grande liberté à l'actionnaire. Toutefois, en aucun cas la convention ne peut éluder les dispositions impératives du droit suisse¹³⁹³ (*cf.* N 750 ss).

En premier lieu et comme le précise l'art. 691 al. 1 CO, les conventions d'actionnaires ne peuvent pas « rendre illusoire » les restrictions apportées au droit de vote¹³⁹⁴. On pense notamment aux restrictions concernant les actions nominatives liées (art. 685c al. 1 et 685f al. 2 CO) ou aux restrictions statutaires au droit de vote de l'art. 692 al. 2 CO. Autrement dit, la convention ne peut jamais contourner les restrictions de transmissibilité se trouvant dans les statuts. Par ailleurs, un actionnaire qui passerait des accords de vote lui permettant dans les faits de maîtriser de manière disproportionnée l'assemblée générale risque bien d'être débouté par le tribunal le cas échéant¹³⁹⁵. Enfin, il n'est pas non plus possible de vendre son droit de vote : une telle transaction serait réputée immorale et donc nulle¹³⁹⁶.

¹³⁹² MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 264.

¹³⁹³ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 229.

¹³⁹⁴ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 107.

¹³⁹⁵ ATF 114 II 57, JdT 1988 I 363, consid. 6c ; BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 27 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 230.

¹³⁹⁶ Art. 20 CO ; BSK OR II-LÄNZLINGER, Art. 692 N 12 ; DOHM, *Accords*, p. 86 ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 107 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 247.

F. Forme

- 733 Aucune forme particulière n'est exigée pour la convention d'actionnaires¹³⁹⁷. Les parties sont donc libres de choisir la forme qui leur convient (art. 11 al. 1 CO). Bien entendu, il est fortement recommandé de formaliser ces rapports par écrit, ne serait-ce qu'à des fins de preuves. C'est d'ailleurs ce qui se fait en pratique¹³⁹⁸. En outre, certaines clauses exigent le respect d'une certaine forme pour être valables. On pense notamment à la clause d'arbitrage qui doit être passée en la forme écrite (art. 353 et 358 CPC, ainsi que 178 al. 1 LDIP). Enfin, les parties pourront réserver une certaine forme à leur convention, conformément à l'art. 16 CO.

G. Nature

- 734 Il n'existe aucune réglementation légale spécifique à la convention d'actionnaires : on trouve une brève mention à l'art. 663c al. 2 CO, qui parle des « groupes d'actionnaires liées par des conventions de vote ». Il ressort cependant de la jurisprudence fédérale qu'une convention d'actionnaires peut être considérée, selon les droits et obligations qu'elle prévoit, comme un contrat de société simple ou comme un contrat bilatéral, voire unilatéral dans certains cas¹³⁹⁹. En effet, il est fréquent que les clauses présentent un caractère *sui generis*¹⁴⁰⁰. En réalité, les conventions d'actionnaires combinent souvent divers contrats distincts, si bien qu'il n'est pas possible de proposer un type unique de contrat¹⁴⁰¹.
- 735 On tendra à qualifier la convention de contrat de société simple lorsque les conditions de l'art. 530 al. 1 CO sont remplies, à savoir 1) lorsqu'un but commun est visé ; 2) par deux ou plusieurs personnes ; 3) sur la base d'un contrat. La condition du but commun peut être remplie lorsque les parties conviennent de voter de manière identique et dans une certaine optique¹⁴⁰². Autrement, s'il n'y a pas d'intérêt commun, la convention d'actionnaires pourra être qualifiée de contrat *sui generis*, voire parfois de contrat de mandat, de vente, de travail ou encore de prêt. Il s'agit dans la plupart des cas de contrats mixtes – aussi

¹³⁹⁷ MÜLLER, *Aktionärbindungsvertrag*, p. 5 ; RÜTTER/ZWYSSIG, p. 146.

¹³⁹⁸ FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 367 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 209 ; MÜLLER, *Aktionärbindungsvertrag*, p. 5.

¹³⁹⁹ TF 4C.214/2003 du 21 novembre 2003. Voir aussi FRICK, *Private Equity*, p. 269 et les références citées ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 216s.

¹⁴⁰⁰ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 46s. ; REHM, *Projektfinanzierung*, p. 172.

¹⁴⁰¹ MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 184.

¹⁴⁰² MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 206 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 184.

aits composés et complexes¹⁴⁰³. Cela a pour conséquence que la convention d'actionnaires ne bénéficie que de la protection accordée par le droit des obligations, et non de celle du droit des sociétés. Cela prend une importance toute particulière en cas d'inexécution ou d'exécution imparfaite de la convention.

Les parties à un financement de jeune société inséreront généralement une clause rejetant expressément la qualification de société simple, pour éviter l'application des dispositions légales y relatives¹⁴⁰⁴. Toutefois, conformément au principe de l'interprétation des contrats concernant la simulation (art. 18 al. 1 CO), il ne faut pas s'arrêter aux expressions ou dénominations des parties, mais rechercher la réelle et commune volonté des parties. En définitive, l'insertion d'une telle clause ne garantit pas encore que la qualification par le juge de société simple est rendue impossible ; elle montre cependant l'intention des parties de vouloir exclure la société simple.

736

II. Parties

En vertu du principe de la relativité des conventions, le pacte d'actionnaires n'obligera que les personnes qui y sont parties¹⁴⁰⁵. Dans le cadre d'un contrat de financement de jeune société, sont en général parties le fondateur et l'investisseur (ci-après : les parties). Il reste possible pour la société d'accepter certaines obligations dans la convention d'actionnaires.

737

A. Actionnaires

Pour se trouver en présence d'une convention d'actionnaires, il faut qu'au moins une des parties soit actionnaire ou qu'elle soit sur le point de le devenir (ou éventuellement titulaire de droits réels sur au moins une action de la société)¹⁴⁰⁶. Dans le cas des jeunes sociétés, qui sont encore dans la phase d'expansion, de développement ou de *later stage*, les parties à la convention d'actionnaires sont en principe l'investisseur principal (« *lead investor* »), d'éventuels co-investisseurs ainsi que le fondateur¹⁴⁰⁷.

738

¹⁴⁰³ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 206s. et les références citées.

¹⁴⁰⁴ Cf. SECA, *Shareholders agreement*, p. 31.

¹⁴⁰⁵ FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 366 ; PETER/JACQUEMET, p. 174.

¹⁴⁰⁶ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 17 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 325 ; FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 362 ; FRICK, *Private Equity*, p. 266 et les références citées ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 197.

¹⁴⁰⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 266.

1. Fondateur

739 Vu le contexte du présent travail, c'est le fondateur, en tant qu'actionnaire existant de la société à financer, qui sera l'une des parties principales de la convention d'actionnaires.

2. Autres actionnaires

740 Des autres actionnaires peuvent prendre part à la convention d'actionnaires. Il peut s'agir par exemple des *business angels* ou des « trois F ». Il est conseillé que la totalité des actionnaires prenne part à la convention.

3. Investisseur

741 Il peut s'agir de tout investisseur désirant entrer au capital de la société. On pense ici aux investisseurs financiers, souhaitant obtenir un retour sur investissement lors de leur désengagement, mais il peut aussi s'agir d'investisseurs stratégiques¹⁴⁰⁸.

742 Le besoin de financement est parfois trop important pour qu'un seul investisseur suffise. Lorsque plusieurs investisseurs souhaitent financer la société en même temps, il est usuel que l'un d'eux se profile comme le « *lead investor* », en raison de son statut ou de l'importance des fonds mis à disposition. Dans de telles situations, on assiste régulièrement à un effet domino, dans la mesure où les autres investisseurs suivront le *lead investor*¹⁴⁰⁹. Ainsi, si ce dernier décide de renoncer à son investissement, il est probable que le reste des investisseurs suive. *A contrario*, si le *lead investor* annonce son engagement, les autres investisseurs risquent fort de l'imiter. Selon SIEBER, ce comportement de « troupeau » est courant chez les sociétés de capital-risque et les *business angels*¹⁴¹⁰.

4. Management

743 Une personne non-actionnaire, en charge de la gestion ou de la direction, peut, dans certains cas, être partie à la convention. On appelle cela un « consortium

¹⁴⁰⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 272 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 27.

¹⁴⁰⁹ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 20.

¹⁴¹⁰ « Herdenverhalten », cf. SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 23.

d'administration », dans lequel l'administrateur s'engage à suivre les instructions de l'actionnaire¹⁴¹¹. On nomme aussi cela un « administrateur fiduciaire »¹⁴¹². Il s'agit là d'une pratique relativement fréquente¹⁴¹³.

Si l'administrateur détient des titres de participation, il peut prendre part à la convention en sa qualité d'actionnaire¹⁴¹⁴. Cela dit, un actionnaire simultanément membre du conseil d'administration ne peut s'engager dans la convention d'actionnaires que de manière limitée en ce qui concerne ses droits et obligations d'administrateurs¹⁴¹⁵. Selon nous, ce principe s'applique aussi et de manière identique à l'administrateur partie à la convention mais non-actionnaire.

744

B. Société

La société ne peut en principe pas être partie à la convention d'actionnaires¹⁴¹⁶. Cela est dû au fait que la société n'est pas en droit d'interférer avec la volonté de l'organe suprême : l'assemblée générale. Comme le relève FRICK¹⁴¹⁷, cela se reflète dans la loi à l'art. 659a al. 1, qui précise que « le droit de vote lié aux actions propres et les droits qui leur sont attachés sont suspendus ». Par ailleurs, la participation de la société pourrait entraîner un déséquilibre dans la répartition des pouvoirs en son sein, et permettrait à la société d'exiger des actionnaires des prestations supplémentaires, ce qui irait à l'encontre de l'art. 680 al. 1 CO¹⁴¹⁸.

745

Selon nous, il faut toutefois nuancer cela : lorsque la société est partie à la convention, il ressort qu'elle ne peut valablement s'engager que sur des aspects déjà présents dans les statuts, comme par exemple une augmentation de capital autorisée ou conditionnelle¹⁴¹⁹, la rémunération du *management*¹⁴²⁰, ou

746

¹⁴¹¹ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 154.

¹⁴¹² Nous reviendrons sur la licéité de tels accords dans la suite de ce travail, cf. N 807.

¹⁴¹³ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 120.

¹⁴¹⁴ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 120 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 231.

¹⁴¹⁵ FRICK, *Private Equity*, p. 266.

¹⁴¹⁶ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1538 ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 121 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1084 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 203. Voir aussi FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 326, qui laisse la question ouverte. *Contra* SECA, *Shareholders agreement*, p. 1.

¹⁴¹⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 267, ndbp 1082.

¹⁴¹⁸ LANG, *Durchsetzung*, p. 12 ss ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 204 et les références citées.

¹⁴¹⁹ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 123s. ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 121.

quant au transfert de ses actions propres¹⁴²¹. Il serait aussi imaginable que la société s'engage à transmettre régulièrement certaines informations à une partie¹⁴²² (cf. N 960). Selon certains, la participation de la société à la convention devrait plutôt faire l'objet d'un contrat séparé, limité à certains points¹⁴²³. À notre avis, la société peut être partie à la convention d'actionnaires uniquement dans la mesure où elle est débitrice d'obligations envers les actionnaires, comme. Ainsi, elle ne peut rien exiger de ses actionnaires, en conformité avec l'art. 680 al. 1 CO, mais peut s'engager à adopter un certain comportement et à exécuter certaines obligations contractuelles (par exemple la remise d'informations), sous réserve du droit impératif. Ces engagements contractuels doivent en effet respecter le droit des sociétés : ainsi et à titre exemplatif, de tels engagements ne peuvent pas modifier l'organisation interne ou le partage des compétences des organes de la société. De telles modifications, si elles sont souhaitées par les parties, devront faire l'objet de modifications statutaires et/ou de règlements internes.

C. Tiers

- 747 Nous l'avons dit, au moins une des parties à la convention doit être actionnaire. Cela signifie que l'autre partie peut être un tiers (par exemple un prêteur, cf. N 316 ss). En d'autres termes, l'actionnaire peut prendre certains engagements envers un tiers, comme par exemple des engagements de vote. Se pose aussi la question de savoir si le tiers-acquéreur et donc nouvellement actionnaire peut être contraint de rejoindre la convention. En principe, il n'est pas possible de forcer le nouvel actionnaire à devenir membre de la convention. En particulier, la société ne pourra pas refuser le transfert au motif que le nouvel actionnaire ne souhaite pas joindre la convention¹⁴²⁴. Selon nous, il serait toutefois possible de prévoir dans la convention d'actionnaires, que lorsqu'un tiers acquéreur s'apprête à devenir actionnaire, l'actionnaire-vendeur doive, dans le contrat de vente d'actions, soumettre la vente à la condition que le tiers accepte de devenir partie à la convention existante. Une clause pénale prendrait tout son sens dans ce cas : l'actionnaire-vendeur doit s'assurer que le tiers-acheteur s'engage à devenir partie à la convention, sans quoi l'actionnaire-vendeur précité doit s'acquitter de la peine conventionnelle.

¹⁴²⁰ SECA, *Shareholders agreement*, p. 9.

¹⁴²¹ HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 93 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1084s.

¹⁴²² SECA, *Shareholders agreement*, p. 11 ; TRIPPEL/JAISLI KULL, p. 214.

¹⁴²³ HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 93.

¹⁴²⁴ SÖDING, *Private Equity*, p. 373 ; TREZZINI, *Finanzierungsstrukturierung*, p. 220.

À défaut de l'accord du tiers-acheteur, il réfléchira à deux fois avant d'aliéner ses actions¹⁴²⁵.

III. Relation avec les statuts et le règlement d'organisation

Comme nous le verrons ci-dessous, l'on peut intégrer les parties pertinentes de la convention d'actionnaires dans les statuts et/ou le règlement d'organisation¹⁴²⁶, lorsque cela est licite au regard du droit des sociétés. Il faut cependant rester attentif au fait que les statuts d'une société sont publics et peuvent de ce fait être consultés par tout un chacun au registre du commerce (art. 10 ORC). Généralement, c'est dans la convention d'actionnaires que les parties s'engageront à mettre en œuvre et/ou modifier les statuts et le règlement d'organisation conformément à ce qu'elles ont convenu. Autrement dit, dans les rapports entre les parties, c'est la convention d'actionnaires qui prime sur les statuts et le règlement d'organisation ; elles s'engagent à adapter ces derniers en fonction du contenu de la convention d'actionnaires et de son évolution¹⁴²⁷. Elles préciseront enfin que le contenu des contrats de financement prime sur le contenu des statuts et/ou règlement d'organisation en cas de litiges entre les actionnaires parties à la convention¹⁴²⁸.

748

A. Intégration statutaire

Une autre question fondamentale est de savoir si la convention d'actionnaires peut être intégrée dans les statuts, ou du moins si mention statutaire de ladite convention peut être faite. En effet, pour bénéficier de la protection fournie par le droit des sociétés, les parties sont parfois tentées d'intégrer tout ou partie de la convention dans les statuts de la société. Il est cependant primordial de garder à l'esprit que la convention d'actionnaires contient plusieurs éléments sensibles, voire confidentiels, qu'il serait malvenu de faire figurer dans les statuts¹⁴²⁹. On pense ici principalement aux droits d'acquisition, mais aussi aux accords de vote ou aux privilèges patrimoniaux respectifs. En pratique, on se contente de la protection fournie par le droit des obligations¹⁴³⁰, tout en

749

¹⁴²⁵ Pour une analyse plus détaillée, cf. VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 229-234.

¹⁴²⁶ WENGER, *Venture Capital*, p. 27.

¹⁴²⁷ SECA, *Shareholders agreement*, p. 6 ; WENGER/SPECK, p. 192.

¹⁴²⁸ *Ibid.*

¹⁴²⁹ LEIS/JACCARD, p. 135 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 60s.

¹⁴³⁰ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 61.

visant la meilleure coordination possible avec les statuts¹⁴³¹. Diverses mesures préventives et curatives pourront parallèlement être définies, permettant d'assurer au mieux la bonne exécution de la convention (*cf.* N 1160 ss).

- 750 Intégrer la convention d'actionnaires dans les statuts pose, en tout état de cause, de gros problèmes à l'égard du respect du droit des sociétés suisse et de certains principes impératifs en découlant, comme le principe de l'égalité de traitement¹⁴³² ou l'interdiction de rembourser le capital¹⁴³³, comme nous l'abordons dans les sections qui suivent. Ainsi, une clause statutaire intégrant une convention d'actionnaires allant à l'encontre de ces principes serait nulle¹⁴³⁴.

1. Versement du prix d'émission

- 751 En raison du « fondement essentiellement capitalistique » de la société anonyme et conformément à l'art. 680 al. 1 CO, la seule obligation de l'actionnaire est de verser le prix d'émission, c'est-à-dire libérer les actions qu'il a souscrites¹⁴³⁵. Plus récemment a été introduite une seconde obligation à la charge de l'actionnaire est d'annoncer à la société le bénéficiaire économique effectif ou l'ayant-droit économique (art. 697i ss CO)¹⁴³⁶. *A contrario*, cela signifie qu'il n'est pas possible, par le biais du droit des sociétés, de mettre d'autres obligations à la charge des actionnaires¹⁴³⁷. Partant, on ne peut pas exiger de l'actionnaire qu'il effectue des versements supplémentaires, qu'il réponde ou garantisse les dettes sociales, qu'il s'engage à octroyer un prêt à la société ou à lui fournir certains biens ; on ne peut pas non plus lui interdire de faire concurrence ou introduire un devoir de fidélité, que cela soit envers la société ou envers les autres actionnaires¹⁴³⁸, ceci toujours du point de vue du droit des sociétés, rappelons-le. Ainsi comprend-on mieux l'importance des contrats de financement, plus particulièrement de la convention d'actionnaires.

¹⁴³¹ FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 368.

¹⁴³² Voir à ce sujet l'excellente synthèse de BAHAR, *Conseil d'administration*, p. 131 ss.

¹⁴³³ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 891.

¹⁴³⁴ DRUEY ET AL., p. 149.

¹⁴³⁵ PETER/JACQUEMET, p. 176.

¹⁴³⁶ Cette obligation est relativement récente, puisqu'elle est apparue avec l'entrée en vigueur de la loi GAFI.

¹⁴³⁷ PETER/JACQUEMET, p. 176. Voir aussi BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 136.

¹⁴³⁸ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 3 ; CR CO II-CHENAUX, art. 680 N 10 ss ; FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 362 ; PETER/JACQUEMET, p. 176.

2. Protection du capital

En vertu de ce qui précède, on constate que la qualité d'actionnaire n'entraîne presque aucune obligation. Cette liberté relativement large a cependant un pendant moins avantageux : selon l'art. 680 al. 2 CO, il n'est pas possible de réclamer ou d'obtenir la restitution, directe ou indirecte, de son apport¹⁴³⁹, même si la société un tel remboursement de plein gré¹⁴⁴⁰. L'actionnaire ne peut donc pas récupérer son investissement, et aucun instrument statutaire ou contractuel ne peut enfreindre ce principe impératif. Seul un retour sur investissement pourra compenser le risque pris par l'investisseur. Le but de cette interdiction du remboursement du capital était, initialement, de mieux protéger les créanciers de la société¹⁴⁴¹.

752

3. Égalité de traitement

L'égalité de traitement des actionnaires est un autre principe essentiel du droit des sociétés. Il est exprimé aux art. 706 al. 2 ch. 3 et 717 al. 2 CO. Il s'agit d'une égalité de traitement dite relative, en ce sens que les différenciations entre actionnaires existent et sont « la règle », mais qu'elles doivent « obéir au même critère »¹⁴⁴². Ce critère, dans la société anonyme, société capitaliste par excellence, est celui de la participation au capital, autrement dit l'importance de la contribution financière effective¹⁴⁴³. La société doit ainsi traiter les actionnaires de la même manière, mais seulement quand leurs situations sont semblables : il est en effet acceptable de traiter différemment des actionnaires se trouvant dans des situations différentes, soit en raison de leur participation financière, soit en raison de la catégorie d'actions détenues¹⁴⁴⁴.

753

L'égalité de traitement est parfois absolue, lorsque c'est « la qualité même d'actionnaire – et des droits qui y sont attachés – qui est en jeu »¹⁴⁴⁵. On pense notamment aux droits impératifs¹⁴⁴⁶, comme par exemple les droits de contrôle

754

¹⁴³⁹ CR CO II-CHENAUX, art. 680 N 35 ; PETER/JACQUEMET, p. 177.

¹⁴⁴⁰ Message CO 1928, p. 273.

¹⁴⁴¹ Message CO 1928, p. 273s. et 293 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 497 ; PETER/JACQUEMET, p. 177.

¹⁴⁴² MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 522.

¹⁴⁴³ PETER/JACQUEMET, p. 178.

¹⁴⁴⁴ BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 23 ; CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 717 N 20 et les références citées.

¹⁴⁴⁵ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 717 N 21.

¹⁴⁴⁶ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 717 N 21 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 522 ; PETER/JACQUEMET, p. 179.

(art. 696s. CO), le droit d'attaquer les décisions de l'assemblée générale (art. 706 ss CO), d'y participer ou d'y être convoqué (art. 689 et 700 CO), d'intenter une action en responsabilité contre les organes (art. 752 ss CO) ou encore de demander la révocation des liquidateurs (art. 741 al. 3 CO). On peut déroger au principe de l'égalité de traitement lorsque cela sert à atteindre un but social légitime, et que l'intérêt générale de la société le justifie objectivement¹⁴⁴⁷.

B. Intégration dans le règlement d'organisation

755 Nous l'avons vu (*cf.* N 308), le règlement d'organisation « fixe les modalités de la gestion » (art. 716b al. 2 CO). Ce règlement est bien plus souple que les statuts et peut être modifié rapidement et facilement¹⁴⁴⁸. C'est donc plus aisément et rapidement que le règlement d'organisation pourra refléter ce qui a été convenu par les parties dans la convention d'actionnaires. On pense ici principalement aux clauses concernant la gouvernance d'entreprise, l'organisation et les majorités et formalités à respecter pour la tenue des séances du conseil d'administration, ainsi qu'une éventuelle délégation de la gestion courante (art. 716b al. 1 CO).

756 Il n'est pas possible d'intégrer purement et simplement la convention d'actionnaires au règlement d'organisation, car il est évident que certaines clauses iront du droit impératif des sociétés, comme exposé ci-dessus à propos de l'intégration statutaire. Cela conduirait à la nullité des décisions du conseil d'administration reposant sur de telles clauses (art. 714 CO), nullité qui peut être invoquée en tout temps¹⁴⁴⁹.

C. Critique

757 Certes, les statuts d'une SA permettent un très grand nombre d'aménagements, qu'il s'agisse des droits sociaux, patrimoniaux ou d'information. Toutefois et contrairement à la Sàrl, les possibilités statutaires sont rapidement dépassées, notamment en ce qui concerne les obligations pouvant être mises à la charge de l'actionnaire. En effet, comme nous l'avons déjà mentionné à plusieurs reprises, la seule obligation de l'actionnaire est de

¹⁴⁴⁷ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 717 N 20 ; PETER/JACQUEMET, p. 179. Plus de détails à ce sujet, *cf.* BAHAR, *Conseil d'administration*, p. 131 ss.

¹⁴⁴⁸ FRICK, *Private Equity*, p. 240.

¹⁴⁴⁹ FRICK, *Private Equity*, p. 246 : « die Nichtigkeit [kann] ohne einen konkreten Anwendungsakt jederzeit und von jedermann geltend gemacht werden »

libérer ses actions (art. 680 al. 1 CO), raison pour laquelle les conventions d'actionnaires restent omniprésentes en Suisse. Elles permettent en effet de faire supporter à l'actionnaire certaines obligations, que ce soit envers la société ou d'autres actionnaires. Néanmoins, le fait qu'une convention d'actionnaires soit reléguée au rang de simple contrat nous paraît insatisfaisant, lorsque cette convention joue un rôle notoire à l'échelon de la société, comme c'est souvent le cas dans le financement de jeunes sociétés, mais aussi des sociétés familiales et des PME. Sans intégration statutaire, c'est uniquement sur la base du droit des obligations que le lésé pourra tenter de faire valoir ses droits ; du point de vue du droit des sociétés, les actes commis en violation de la convention resteront valides (qu'il s'agisse par exemple d'une aliénation, de l'élection d'un certain membre au conseil d'administration ou d'un vote à l'assemblée générale).

À notre sens, la convention d'actionnaires pourrait faire l'objet d'une disposition légale particulière, visant à lui procurer un renfort statutaire expressément prévu dans le chapitre du droit de la société anonyme¹⁴⁵⁰. Toutefois, nous sommes d'avis que c'est uniquement un certain type de convention d'actionnaires qui devrait pouvoir bénéficier de la protection du droit des sociétés, à savoir les conventions réunissant tous les actionnaires de la société (« *Doppelgesellschaft* »¹⁴⁵¹), dont la société a pris connaissance et faisant l'objet d'une mention statutaire expresse. Accepter le contraire reviendrait à donner bien trop de poids aux conventions mineures, liant uniquement certains actionnaires minoritaires. Ainsi, lorsque la société est réduite au rôle d'organe d'exécution de la convention¹⁴⁵², alors les rapports contractuels tissés entre la totalité des actionnaires font intrinsèquement partie de la société, que cette dernière le veuille ou non, si bien qu'ils devraient être, à notre sens et dans cette mesure, appréhendés par le droit des sociétés suisse. Mention statutaire à l'existence d'une convention d'actionnaires devrait alors être permise, permettant tout d'abord à tout intéressé de savoir qu'une convention lie tous les actionnaires de la société¹⁴⁵³, en vertu du principe de publicité du registre du commerce (art. 10 ORC), mais octroyant aussi au conseil d'administration (et, si besoin, au tribunal) la prérogative d'assurer le respect de la convention

758

¹⁴⁵⁰ *Contra* Moritz LEUENBERGER, qui déclarait en 1985 : « [I]assen wir doch den Anwälten, ihrer Innovationsfreudigkeit und ihrer Phantasie freien Lauf. Sie finden schon Lösungen », cf. Bulletin officiel du Conseil des Etats, 1985 p. 1791.

¹⁴⁵¹ CR CO II-CHENAUX/GACHET, art. 680 N 25 ; BSK OR II-VOGT, Art. 680 N 12 ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 105 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1084.

¹⁴⁵² HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 105 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1084.

¹⁴⁵³ Sans toutefois pouvoir prendre connaissance de son contenu, ce qui préserverait les désirs de confidentialité des parties au financement.

d'actionnaires précitée. Cette solution serait particulièrement adaptée aux jeunes sociétés, aux sociétés familiales et aux PME, où l'atomisation du sociétariat est rare et les conventions d'actionnaires omniprésentes. Il s'agirait néanmoins d'une lourde exception à l'art. 680 al. 1 CO, si bien que nous sommes d'avis qu'une telle intégration devrait être impérativement soumise à l'unanimité du sociétariat.

759 D'un point de vue plus pratique et en sus de la mention statutaire, le contenu détaillé de la convention d'actionnaires précitée serait élevée au rang de règlement interne. Le contenu de la convention d'actionnaires serait alors porté à la connaissance du conseil d'administration, tout en conservant mention de ladite convention dans les statuts¹⁴⁵⁴. En d'autres termes, les conventions d'actionnaires liant l'entier de l'actionnariat pourraient faire l'objet d'un règlement interne de la société, ce qui aurait pour effet de contraindre le conseil d'administration à s'assurer du respect du contenu de la convention, sous peine de voir sa responsabilité engagée (art. 754 al. 1 CO). En cas de violation de la convention d'actionnaires, le juge pourrait être saisi et, en vertu de l'intégration statutaire et réglementaire de la convention, annuler les décisions prises en violation de la convention.

760 Une telle intégration de la convention d'actionnaires dans son entier donnerait l'occasion aux petites sociétés, en particulier les jeunes pousses, de prendre en compte son petit nombre d'actionnaires et les relations contractuelles complexes tissées entre ces derniers : une dimension et des relations plus personnelles et bien moins anonymes pourraient alors être développées, permettant au conseil d'administration de faire le nécessaire pour éviter les violations évidentes de la convention (on pense notamment aux votes hérétiques ou aux transferts sauvages). Cela permettrait, sans renier la structure capitaliste d'une telle société, de donner plus de poids à de telles conventions et de reconnaître leur réelle importance, en particulier chez les sociétés fermées et les jeunes pousses. En pratique, ces conventions d'actionnaires sont un passage obligé, alors que les règles applicables sont encore trop opaques et parfois inutilement compliquées. Qui plus est, l'exécution d'une convention est toujours source de doutes, de conflits et de frustration. Faire bénéficier la convention d'actionnaires de la protection solide et fiable que fournit le droit des sociétés permettrait d'améliorer considérablement la sécurité du droit et la transparence juridique.

¹⁴⁵⁴ En effet, il est admis que les règlements internes ne sont pas publics, mais peuvent être consultés par les actionnaires, cf. FRICK, *Private Equity*, p. 242 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 627.

IV. Durée et fin

La société et ses statuts n'ont pas de durée définie par avance. La convention d'actionnaires peut être temporaire ou durable, de durée déterminée ou indéterminée, mais elle ne peut pas être conclue éternellement ; il s'agirait d'un engagement excessif au sens de l'art. 27 al. 2 CC¹⁴⁵⁵, ce qui ne conduirait toutefois pas à la nullité absolue de l'entier du contrat¹⁴⁵⁶ mais plutôt à l'aménagement d'un droit de résiliation. Il n'est donc pas possible de lier la durée de la convention d'actionnaires à la durée de la société, en tant qu'il s'agirait d'un accord éternel¹⁴⁵⁷.

761

Lorsque la convention est de durée déterminée, elle prend fin par le simple écoulement du temps ou la réalisation de l'événement prévu¹⁴⁵⁸ (par exemple une entrée en bourse¹⁴⁵⁹). Lorsque la convention est de durée indéterminée, il est possible de dénoncer pour justes motifs ou selon les possibilités réservées dans la convention¹⁴⁶⁰. Il est admis que la durée de la convention peut être liée à la propriété des actions ; autrement dit, il est acceptable de convenir que tant que l'on est actionnaire, l'on est aussi partie à la convention. Il faut toutefois que l'actionnaire conserve le droit de vendre ses actions dans des conditions réalisables¹⁴⁶¹. On peut aussi imaginer une convention d'actionnaires renouvelable selon des laps de temps définis, de manière automatique ou par déclaration expresse des parties¹⁴⁶². S'il s'agit d'un contrat de société simple, les causes prévues par l'art. 545 al. 1 ch. 1, 2, 3 et 7 CO s'appliquent. En outre, le délai légal est alors de six mois (art. 546 al. 1 CO).

762

¹⁴⁵⁵ ATF 143 III 480, JdT 2018 134 ; FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 369 ; HÉRI-
TIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 106.

¹⁴⁵⁶ ATF 129 III 209, JdT 2003 I 623, consid. 2.2. Pour plus de détails quant à la nullité absolue
et relative de la convention d'actionnaires, cf. MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*,
p. 210s. et les références citées.

¹⁴⁵⁷ BÖCKLI, *Aktionärbindungsverträge*, p. 479, FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*,
p. 372s. ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 212. Contra BLOCH, *Conventions
d'actionnaires*, p. 82.

¹⁴⁵⁸ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 61s. ; DOHM, *Accords*, p. 123 ; MARTIN, *Sociétés
anonymes de famille*, p. 212.

¹⁴⁵⁹ SECA, *Shareholders agreement*, p. 30.

¹⁴⁶⁰ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 65 ; FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*,
p. 370 ; MÜLLER, *Aktionärbindungsvertrag*, p. 6.

¹⁴⁶¹ DOHM, *Accords*, p. 93 ; HÉRI-
TIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 91 ; LANG, *Durchset-
zung*, p. 52.

¹⁴⁶² MÜLLER, *Aktionärbindungsvertrag*, p. 6.

Chapitre 4 : Droits sociaux

- 763 Dans le cadre d'un financement par fonds propres, l'investisseur devient bel et bien actionnaire, ce qui implique l'obtention de certains droits sociaux (« *participation rights* », « *Mitwirkungsrechte* »).
- 764 Nous commencerons par constater que ces droits lui permettent d'exercer une certaine influence, un certain contrôle sur la marche de la société, que cela passe par sa possibilité de voter lors de l'assemblée générale ou son implication dans la gouvernance de la société par le biais du conseil d'administration. Le pouvoir et les droits de chaque partie dépendent étroitement de son poids au capital de la société, et donc de la quantité d'actions et de voix qu'elle possède à l'assemblée générale (art. 692 al. 1 CO). Il est donc important pour une partie de protéger au mieux sa voix au chapitre ; cela se fera typiquement par le biais de clauses anti-dilution. Autre droit social important que nous analyserons : le pouvoir de transférer ses actions. Une telle liberté n'est pas forcément opportune dans le cadre de jeunes sociétés innovantes. Nous déterminerons donc comment la transmission de ces actions peut être restreinte, dans un but de maîtrise du cercle actionnarial, ou au contraire facilitée, voire même forcée, en particulier pour améliorer les possibilités d'*exit* de l'investisseur.

I. Contrôle

- 765 L'investisseur souhaite généralement posséder un certain contrôle – autrement dit exercer une influence – sur la société qu'il finance, par le biais de ses droits sociaux. L'intensité de son implication dépend du type et du volume de son investissement, du type d'investisseurs, de la qualité du *management* en place et de la phase dans laquelle se trouve la société : ainsi, une très jeune société qui ne serait pas dirigée de manière optimale aura pour conséquence une implication dans la gestion plus active par les bailleurs de fonds professionnels (par exemple une société de capital-risque)¹⁴⁶³.
- 766 Le partage du contrôle se fera par le biais d'accords de vote, de règles de majorités, et de dispositions réglant l'organisation du conseil d'administration. Une telle répartition des pouvoirs est un exercice périlleux : il est essentiel que toutes les parties, qu'il s'agisse des fondateurs ou des investisseurs, majori-

¹⁴⁶³ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 27s.

taires ou minoritaires, ne se sentent pas mis à l'écart, lésés ou réduits au silence de manière injuste.

En particulier, les parties devront s'accorder sur la manière dont elles voteront lors de l'assemblée générale, la manière dont le conseil d'administration dirigera la société, ainsi que d'éventuels privilèges ou droits de veto qu'elles s'octroient. On s'aperçoit donc que le contrôle de la société se fait à trois niveaux : en amont, grâce à la convention d'actionnaires, puis au niveau intermédiaire par le biais des votes de l'assemblée générale, et enfin, en aval, par la gouvernance exercée par le conseil d'administration. C'est précisément ces thèmes qui sont abordés dans les sections suivantes.

767

A. Vote

Le contrôle sur la société passe principalement par les votes et décisions de l'assemblée générale. C'est souvent, pour ainsi dire, le noyau de la convention. Il est compréhensible que l'investisseur souhaite s'octroyer une certaine position et un certain poids au sein de cette assemblée, ce qui se fera par le biais de son droit de vote¹⁴⁶⁴.

768

En ce qui concerne le vote et, partant, le contrôle indirect sur la société, on s'aperçoit qu'il est possible d'utiliser plusieurs instruments, tant contractuels que de droit des sociétés, pour s'assurer un certain contrôle décisionnel, et le moduler à souhait. Comme nous l'explicitons dans les paragraphes qui suivent, on peut faire tendre, vers le haut ou le bas, le pouvoir décisionnel d'un actionnaire, indépendamment – ou presque – de sa participation, par le biais des actions à droit de vote privilégié et des actions ordinaires, voire des bons de participation. Il est donc possible pour un actionnaire ne détenant qu'une minorité du capital-actions de posséder la majorité des voix à l'assemblée générale, et vice et versa. Ce déséquilibre peut toutefois se révéler problématique¹⁴⁶⁵ lorsqu'apparaissent des désaccords et divergences d'intérêts.

769

1. Accords de vote contractuels

Il est largement accepté en droit suisse que la convention d'actionnaires peut prévoir des accords de vote (« *voting agreements* », « *Stimmrechtsbindung* »

770

¹⁴⁶⁴ TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 68.

¹⁴⁶⁵ Voir à ce sujet l'affaire *Sika*, TC Zoug du 27 octobre 2016, A3 2015 27 : la famille Burkard détenait moins de 17% du capital-actions de SIKAG AG, mais, par le biais des actions à droit de vote privilégié, pouvait exercer près de 53% des voix à l'assemblée générale.

gen », « *Stimmbindungsvereinbarungen* »)¹⁴⁶⁶, car cela ne va pas à l'encontre du droit des sociétés, en particulier de l'art. 692 al. 2 CO¹⁴⁶⁷. L'actionnaire peut ainsi s'engager à voter de telle ou telle manière, respectivement à ne pas voter sur certains sujets. Il devient alors possible de former des majorités de contrôle, ou *a contrario* des minorités de blocage¹⁴⁶⁸. Toutefois, il ne s'agit pas là d'un « acte de disposition portant sur la cession du droit de vote », qui n'est pas autorisé en droit suisse¹⁴⁶⁹. Le Tribunal fédéral est arrivé à cette conclusion, en déclarant que les droits sociaux sont liés à la titularité de l'action, et ce de manière indissociable¹⁴⁷⁰. En outre, les accords de vote doivent respecter les limites générales que connaît la liberté contractuelle, comme notamment l'interdiction de l'engagement excessif et les cas de nullité¹⁴⁷¹.

a. Objet

- 771 Les accords de vote peuvent porter sur une multitude d'objets. On peut ainsi s'engager à voter selon des indications spécifiques (par exemple le versement d'un certain dividende), selon des principes préétablis (par exemple la maximisation du gain sur le court terme), selon les conclusions prises au cours d'une assemblée *ad hoc* entre les parties de la convention, ou encore selon les indications d'une personne particulière.
- 772 Dans le cadre d'une levée de fonds visant à financer une jeune société, les accords de vote porteront notamment sur l'élection du conseil d'administration et d'une éventuelle direction, sur l'approbation des comptes, l'augmentation du capital, sur l'utilisation du bénéfice, la limitation ou suppression du droit de souscription préférentiel, ou encore sur la position à adopter en cas d'offres d'achat de la société¹⁴⁷². Il est fréquent que des clauses générales figurent dans la convention, par lesquelles les fondateurs s'engagent expressément à agir et à voter de manière à maximiser la valeur de la société, et à favoriser le désen-

¹⁴⁶⁶ ATF 109 II 43, JdT 1983 I 272, consid. 3 ; ATF 88 II 172, consid. 1 et 2 ; BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 195s. ; BSK OR II-LÄNZLINGER, Art. 692 N 10 ss ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 107 ; MÜLLER, *Aktionärbindungsvertrag*, p. 6 ; REHM, *Projektfinanzierung*, p. 182 ; TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 70 ; TRIPPEL/JAISLI KULL, p. 212 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 321 ss.

¹⁴⁶⁷ FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 376 et les références citées.

¹⁴⁶⁸ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 43 ; DOHM, *Accords*, p. 3 ss ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 245s.

¹⁴⁶⁹ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 36.

¹⁴⁷⁰ ATF 109 II 43, JdT 1983 I 272.

¹⁴⁷¹ Pour un exposé détaillé de la licéité de tels accords de vote contractuels, cf. VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 321 ss.

¹⁴⁷² MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 187 ; TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 71s.

gagement de l'investisseur dans la meilleure des mesures¹⁴⁷³. En outre, il est tout à fait possible de prévoir des accords de vote de durée, ou au contraire des accords ponctuels, portant sur un sujet particulier¹⁴⁷⁴. A titre purement exemplatif, on pourrait ainsi envisager que les parties s'engagent à élire un individu particulier au conseil d'administration pendant les trois ans à venir, respectivement à accepter la prochaine augmentation de capital.

b. Intégration statutaire

Les accords de vote contractuels plus spécifiques ne peuvent pas faire l'objet d'une intégration statutaire, en tant qu'ils concernent uniquement la relation entre les actionnaires. Autrement dit, l'engagement d'un actionnaire à voter d'une certaine façon ne peut pas être intégré dans les statuts, en vertu de l'art. 680 al. 1 CO. Il reste possible de s'accorder sur certaines modifications des majorités et des quorums. Nous nous pencherons sur ces modifications et la dimension statutaire et/ou contractuelle qu'elles peuvent avoir (cf. N 824 ss).

773

Dans les paragraphes qui suivent, nous relevons que, pour bénéficier de la protection statutaire accordée par le droit des sociétés suisse, les parties pourront utiliser divers mécanismes leur permettant d'appuyer certains privilèges de vote, comme les actions à droit de vote privilégié ou la remise aux autres actionnaires de bons de participation en lieu et place d'actions ordinaires.

774

c. Petite assemblée

Dans le jargon, la « petite assemblée » désigne une assemblée réunissant les parties à la convention, en prévision de la tenue d'une assemblée générale. Au cours de cette petite assemblée, les parties pourront se concerter et convenir ensemble de la manière dont elles voteront au cours de l'assemblée générale à venir. L'obligation de tenir ce genre de réunion peut être inscrite dans la convention d'actionnaires, en y prévoyant les modalités et délais à respecter.

775

Il faut toutefois rester attentif au fait que l'actionnariat des jeunes sociétés est souvent réduit, et qu'une petite assemblée pourrait être considérée comme une

776

¹⁴⁷³ SECA, *Shareholders agreement*, p. 4 : « [t]he [shareholders] acknowledge their common intent to procure, and to generally co-operate with each other so as to ensure, that the Company will be managed and operated with a view to maximizing its value and ultimately achieving an exit [...] ».

¹⁴⁷⁴ MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 187.

assemblée générale universelle lorsqu'elle réunit tous les actionnaires, en vertu de l'art. 701 CO. Comme le mentionne l'alinéa second de cette disposition, « [a]ussi longtemps qu'ils sont présents, cette assemblée a le droit de délibérer et de statuer valablement sur tous les objets qui sont du ressort de l'assemblée générale ». Ainsi, il convient préciser de manière expresse que les discussions, négociations et décisions prises durant la petite assemblée ne valent pas décision au sens du droit des sociétés ; autrement dit, de prévoir que les petites assemblées ne valent pas assemblée générale.

2. Actions à droit de vote privilégié

777 Pour assurer la bonne exécution des clauses de la convention d'actionnaires concernant le droit de veto et/ou les quorums requis, les parties peuvent convenir de l'émission et de la remise d'actions à droit de vote privilégié (art. 693 ss CO) à l'investisseur ou au fondateur, même si ce second cas de figure paraît plus difficilement négociable¹⁴⁷⁵. Il arrive néanmoins que l'investisseur accepte que le fondateur garde le contrôle de la société, en lui octroyant un certain nombre d'actions à droit de vote privilégié¹⁴⁷⁶. *A contrario*, les actions à droit de vote privilégié permettent un *control flip* (« changement de contrôle », « *Kontrollwechsel* ») : lorsque les objectifs fixés par le fondateur et l'investisseur ne sont pas atteints, ce dernier peut regagner le contrôle de la société ; pour ce faire, un droit d'option conditionnel est convenu, donnant la possibilité à l'investisseur d'obtenir un certain nombre d'actions à droit de vote privilégié¹⁴⁷⁷. Indiquons enfin que l'émission d'actions à droit de vote privilégié reste relativement rare dans le contexte du financement de jeunes sociétés¹⁴⁷⁸ ; elles sont plus fréquentes chez les sociétés familiales souhaitant accueillir des investisseurs sans perdre le contrôle.

¹⁴⁷⁵ TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 74 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 55.

¹⁴⁷⁶ GAULIS/MICHEL, p. 4 ; GRONER, *Private Equity-Recht*, p. 145.

¹⁴⁷⁷ GAULIS/MICHEL, p. 4 ; GRONER, *Private Equity-Recht*, p. 145 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 331. Ce *control flip* peut aussi être prévu de manière purement contractuelle, par le biais d'accords de vote.

¹⁴⁷⁸ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 55 ; Entretien avec M. BEAUMONT ; Entretien avec M. HARFOUCHE.

a. Définition

Les actions à droit de vote privilégié sont des actions qui confèrent un droit de vote non proportionnel à leur valeur nominale¹⁴⁷⁹. Ces actions permettent d'« accentuer l'influence sociale » de l'actionnaire qui les détient¹⁴⁸⁰. En effet, en présence d'actions ordinaires uniquement, c'est la valeur nominale qui détermine le poids du vote de chaque actionnaire. Ainsi, une action dont la valeur nominale est de CHF 10 aura dix fois plus de poids qu'une action à la valeur nominale de CHF 1. En instaurant des actions privilégiées, chaque action donne droit à une voix, peu importe la valeur nominale de l'action ; on appelle cela le principe du « *one share, one vote* ». Ainsi, une action à CHF 1 de valeur nominale donnera droit au même nombre de voix qu'une action à CHF 10 de valeur nominale. En résumé, il devient alors possible d'acquérir, pour le même montant nominal, un nombre plus important d'actions, et donc de renforcer son « poids social »¹⁴⁸¹.

778

b. Mise en œuvre

Pour instaurer des actions à droit de vote privilégié, il faut le prévoir dans les statuts (art. 693 al. 1 CO). La clause statutaire peut être introduite lors de la fondation, mais aussi après, par une décision de l'assemblée générale, prise à la majorité qualifiée (art. 704 al. 1 ch. 2 CO).

779

c. Limitations légales

Les actions à droit de vote privilégié peuvent être émises uniquement sous la forme d'actions nominatives et doivent être intégralement libérées (art. 693 al. 2 CO). Les parties resteront aussi attentives au fait que la valeur nominale des actions ordinaires ne peut pas être plus de dix fois supérieure à celle des actions à droit de vote privilégié (art. 693 al. 2 *in fine* CO). Une telle restriction permet d'éviter une disproportion trop importante entre la participation au capital et le droit de vote¹⁴⁸².

780

Par ailleurs, le privilège s'éteint pour certaines décisions et il faut à nouveau se référer à la valeur nominale des actions pour déterminer les majorités

781

¹⁴⁷⁹ ATF 116 II 525, JdT 1991 I 367, consid. 2 ; CR CO II-HÉRITIER LACHAT, art. 693 CO N 3.

¹⁴⁸⁰ BONVIN, *Start-up*, § 17 ; GAULIS/MICHEL, p. 1 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 305.

¹⁴⁸¹ GAULIS/MICHEL, p. 3.

¹⁴⁸² CR CO II-HÉRITIER LACHAT, art. 693 CO N 30 ; PETER/JACQUEMET, p. 181 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 305.

(art. 639 al. 3 CO). Ainsi, le privilège de vote ne doit pas être pris en compte pour quatre décisions particulières : le choix de l'organe de révision (art. 727 CO), la désignation d'experts chargés de vérifier la gestion (art. 731a CO), l'institution d'un contrôle spécial (art. 697b CO) et l'ouverture d'une action en responsabilité (art. 754 ss CO). Il faut alors se référer à la valeur nominale des actions pour le calcul des voix, selon l'art. 692 al. 1 CO¹⁴⁸³.

d. Effets

782 Ce type d'action permet d'introduire des « groupes de contrôle », permettant notamment, dans les entreprises familiales, une « pérennité 'dynastique' »¹⁴⁸⁴. Le mécanisme instauré par les actions à droit de vote privilégié peut s'avérer particulièrement tranchant pour les minoritaires en voix. Ainsi, il est théoriquement possible d'avoir le contrôle absolu de la société avec à peine 9.1% du capital-actions¹⁴⁸⁵.

3. Bons de participation

783 Plutôt que d'octroyer des actions à droit de vote privilégié à une partie, et des actions ordinaires à l'autre, on peut aussi passer par le biais des bons de participation (art. 656a ss CO), même si la pratique tend à les délaisser de plus en plus¹⁴⁸⁶.

784 La remise de bons de participation plutôt que d'actions est envisageable mais en général inadaptée aux désirs de l'investisseur¹⁴⁸⁷. En effet, ce dernier souhaite obtenir divers droits sociaux inhérents à la qualité d'actionnaire, notamment en ce qui concerne l'influence sur la marche de la société. On pourrait cependant convenir que les actionnaires existants – par exemple le fondateur/*management* – obtiennent un certain nombre de bons de participation. L'autre partie reçoit quant à elle des actions ordinaires. Les actions ordinaires sont alors, en quelque sorte, dotées d'un privilège par rapport aux bons de

¹⁴⁸³ CR CO II-HÉRITIER LACHAT, art. 693 CO N 34 ; pour un historique plus détaillé sur ce genre d'actions, cf. GAULIS/MICHEL, p. 1s.

¹⁴⁸⁴ GAULIS/MICHEL, p. 3.

¹⁴⁸⁵ PETER, *Bons de participation*, p. 321s. : dans une SA au capital de CHF 100'000, l'actionnaire majoritaire détient 910 actions à droit de vote privilégié à CHF 10 (9'100 = 9.1% du capital-actions mais 50.02% des voix), le reste de l'actionnariat détenant lui 909 actions ordinaires à CHF 100 (90'900 = 90.9% du capital-actions mais 49.98% des voix).

¹⁴⁸⁶ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 235 ; CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656a N 16-19 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 595 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 304.

¹⁴⁸⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 250, ndbp 992.

participation. Cela permet de mettre en œuvre le droit de vote de l'investisseur, notamment en ce qui concerne les vétos et quorums. De cette manière, l'actionnaire existant garde une participation au capital mais leur droit de vote est limité, cela en faveur de l'investisseur¹⁴⁸⁸.

a. Définition

Un bon de participation (« *Partizipationsscheine* ») est un titre de participation, au fondement statutaire (art. 627 ch. 9 CO *cum* art. 656a al. 2 CO). Il confère donc la qualité d'associé à son titulaire¹⁴⁸⁹. On pourrait considérer les bons de participation comme des actions sans droit de vote¹⁴⁹⁰. En effet, un bon de participation incorpore des droits patrimoniaux mais pas de droit sociaux à proprement parler¹⁴⁹¹. Le participant peut être comparé au passager d'un *side-car*, qui prend les mêmes risques que le conducteur, c'est-à-dire les actionnaires, mais qui ne peut pas influencer sur la vitesse ou la trajectoire du véhicule dans lequel il se trouve¹⁴⁹².

785

Comme le déclare l'art. 656c CO, le participant n'a pas le droit de vote ; certains droits sociaux peuvent toutefois lui être attribués de manière statutaire, comme par exemple le droit de voter, le droit de faire convoquer et/ou prendre part à l'assemblée générale (art. 656c al. 1 et 2 CO). Cela permettra de moduler la teinte donnée aux bons de participation, pour les faire tendre vers des actions ordinaires, ou au contraire les rapprocher des bons de jouissance¹⁴⁹³.

786

b. Mise en œuvre

La création d'un capital-participation trouve son fondement dans une clause statutaire (art. 656a al. 1 CO). Il peut être prévu lors de la fondation, ou en cours de vie sociale par une décision de l'assemblée générale, en respectant la procédure de l'augmentation de capital ordinaire, conditionnelle ou autorisée (art. 656a al. 2, respectivement 656b al. 5 CO)¹⁴⁹⁴.

787

¹⁴⁸⁸ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 890 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 55.

¹⁴⁸⁹ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656a N 2.

¹⁴⁹⁰ Message révision SA 2016, p. 413 ; EMCH ET AL., p. 679s. ; PETER/JACQUEMET, p. 183 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 303 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 330.

¹⁴⁹¹ EMCH ET AL., p. 679s.

¹⁴⁹² Métaphore empruntée à PETER, *Bons de participation*, p. 326.

¹⁴⁹³ PETER, *Bons de participation*, p. 330.

¹⁴⁹⁴ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656b N 8.

c. Utilité pratique

788 Il convient préciser que la création d'un capital-participation risque de compliquer inutilement l'organisation de l'actionnariat et d'en rigidifier la structure, en plus d'entraîner des frais non-négligeables de mise en œuvre. La tendance est aujourd'hui de simplifier la structure du capital et d'en augmenter la flexibilité. Cette tendance est encore plus marquée au sein des jeunes sociétés. En effet, il ne fait que peu de sens d'instaurer une nouvelle catégorie de participants, alors qu'il existe déjà la possibilité d'augmenter le capital de manière autorisée ou conditionnelle, et de moduler la dimension sociale et/ou patrimoniale des actions, par le biais de privilèges. Nous allons donc jusqu'à dire que le capital-participation est une institution aujourd'hui obsolète, qui n'intéresse ni les sociétés cotées ni les sociétés fermées, et encore moins les jeunes pousses. La pratique conforte notre position tranchée : les bons de participations ont désormais presque disparu, tant chez les sociétés cotées que chez les sociétés fermées¹⁴⁹⁵.

d. Limitations légales

789 Le capital-participation ne peut pas dépasser le double du capital-actions (art. 656b al. 1 CO). La conversion de bons de participation en actions est possible, mais doit être prévue dans les statuts et être décidée par l'assemblée générale. Elle passe par une réduction du capital-participation et d'une augmentation du capital¹⁴⁹⁶. Le bon de participation est une véritable part sociale : à l'instar d'une action, il ne peut être émis que contre un apport et aucun intérêt n'est dû sur le capital obtenu (à l'exception d'éventuels intérêts intercalaires, art. 676 CO). Enfin, le principe de la protection du capital s'applique aux bons de participation¹⁴⁹⁷.

B. Gouvernance

790 La convention d'actionnaires permet aux parties d'organiser la gouvernance de la société¹⁴⁹⁸, et devra donc contenir des dispositions relatives à la direction

¹⁴⁹⁵ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656a N 16-18. En l'absence de statistiques officielles, on renvoie à l'étude de BINDER/VETTER, p. 285, qui estimaient, en 2011, que 0.3 à 0.4% des sociétés non-cotées étaient dotées d'un capital-participation.

¹⁴⁹⁶ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 629 ss ; MEISTER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 101.

¹⁴⁹⁷ PETER/JACQUEMET, p. 183.

¹⁴⁹⁸ FRICK, *Private Equity*, p. 265 ; WENGER/SPECK, p. 191.

de la société. On appelle cela la gouvernance d'entreprise, ou la « *corporate governance* » (« gouvernement d'entreprise », « *Unternehmensführung* »). La gouvernance est un contrôle direct de la société, exercée par le conseil d'administration et/ou la direction. Il s'agit donc de déterminer qui est représenté au conseil d'administration et/ou comment l'être, la manière dont le conseil d'administration est organisé et ce qui peut être délégué à la direction (« *management rights* »)¹⁴⁹⁹. C'est un aspect essentiel pour les bailleurs de fonds, qui souhaiteront régulièrement être en mesure d'encadrer la bonne marche de la jeune société. Il s'agira donc de soigneusement définir la mesure dans laquelle chaque partie peut influencer sur cette gouvernance.

En règle générale, dans le domaine du capital-risque, les parties conviennent que la gouvernance d'entreprise doit être exercée de manière à maximiser la prise de valeur de la jeune société et faciliter le désengagement de l'investisseur, aussi tôt que cela est possible¹⁵⁰⁰.

On peut enfin mentionner le « Code suisse de bonnes pratiques pour le gouvernement d'entreprise » (ci-après : CSBP). Ce texte, publié par économiensuisse, énonce des recommandations en matière de gouvernance d'entreprise et de bonnes pratiques (« *best practices* ») ; il fait figure de référence dans les milieux intéressés¹⁵⁰¹. Même s'il s'adresse principalement aux sociétés ouvertes au public¹⁵⁰², son contenu reste largement pertinent pour la gouvernance de petites sociétés fermées, en particulier les jeunes pousses, si bien que nous nous permettrons parfois d'y faire référence. Bien entendu, des adaptations et/ou des simplifications seront de mises¹⁵⁰³.

1. Composition du conseil d'administration

Le conseil d'administration est nommé par l'assemblée générale. La compétence de l'assemblée générale d'agir de la sorte et par ailleurs intransmissible (art. 698 al. 2 ch. 2 CO). En principe, l'élection des membres du conseil d'administration se fait selon le principe majoritaire. Cela signifie qu'un investisseur minoritaire ne peut pas être certain d'obtenir un représentant au conseil d'administration. Les actionnaires s'engageront donc quant à la manière dont ils voteront lors de l'élection du conseil d'administration. La composition du conseil d'administration et les compétences respectives de ses

¹⁴⁹⁹ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 882.

¹⁵⁰⁰ SECA, *Shareholders agreement*, p. 19.

¹⁵⁰¹ CSBP, p. 6.

¹⁵⁰² *Ibid.*

¹⁵⁰³ CSBP, N 27.

membres peuvent être définies dans la convention d'actionnaires. Autrement dit, les parties peuvent sans autre décider qu'elles seront représentées¹⁵⁰⁴, par qui elles le seront et à quel titre (par exemple président, vice-président, CEO, CTO, etc.)¹⁵⁰⁵.

794 Chaque actionnaire, qu'il s'agisse du fondateur ou de l'investisseur, souhaite pouvoir être représenté au conseil d'administration, de manière à conserver un certain contrôle sur la marche de la société, respectivement protéger son investissement¹⁵⁰⁶ ; cela peut aboutir à d'âpres négociations. Le fait d'être représenté au conseil d'administration a plusieurs avantages : tout d'abord, cela permet d'être mieux et plus facilement informé de la marche de l'entreprise¹⁵⁰⁷. En outre, le *monitoring* est bien plus simple et efficace. Enfin, en participant aux délibérations et décisions, le représentant peut influencer dans une certaine mesure l'issue des débats ; on appelle cela le *soft steering* ou *soft control*¹⁵⁰⁸.

795 Précisons enfin que l'obtention d'un siège au conseil d'administration ou d'un représentant aboutit à la même situation. Nous avons préféré parler de représentant, mais cela ne signifie pas pour autant que le représentant doit être une personne tierce. Ainsi et à titre d'exemple, il est tout à fait possible qu'un investisseur parvienne à obtenir un représentant au conseil d'administration et qu'il y siège lui-même, pour autant qu'il fasse passer les intérêts de la société avant les siens (art. 717 al. 1 *in fine* CO).

¹⁵⁰⁴ D'un point de vue terminologique, relevons d'entrée de jeu qu'il ne s'agit pas d'une représentation au sens de l'art. 32 CO, cf. PETER/JACQUEMET, p. 207.

¹⁵⁰⁵ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 884 ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 119s. ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1087 ; LEIS/JACCARD, p. 132 ; MÜLLER, *Aktionärsbindungsvertrag*, p. 6 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 8 ; WENGER/SPECK, p. 192.

¹⁵⁰⁶ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 884 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 288 ; WYSS, 2. Teil, p. 514.

¹⁵⁰⁷ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 194. Précisons, en outre, que les droits aux renseignements et à consultation conférés aux membres du conseil d'administration par l'art. 715a CO peuvent être mis en œuvre judiciairement au moyen d'une action condamnatoire, cf. ATF 144 III 100, consid. 5.

¹⁵⁰⁸ MÜLLER ET AL., *Verwaltungsrat*, p. 88 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 240.

a. Obtention d'un représentant

(i) Contractuellement

En règle générale, lorsque l'investissement provient d'un fonds de capital-risque, le gestionnaire du fonds obtient un ou plusieurs sièges au conseil d'administration¹⁵⁰⁹. L'étendue de cette prise d'influence dépendra cependant de l'état de développement de la jeune société. Lorsque la société se trouve encore au *start-up stage*, le contrôle sera plus marqué que si elle se trouve déjà en phase d'expansion¹⁵¹⁰. Il sera aussi plus marqué lorsque la situation de la société est mauvaise¹⁵¹¹.

796

En pratique, il est d'usage que l'investisseur obtienne un siège au conseil d'administration lorsqu'il détient un tiers au moins du capital de la société ; on rencontre aussi une pratique qui veut que l'investisseur ait droit à un siège à partir d'un certain montant investi : une étude de 2006 montre qu'un siège est systématiquement accordé à partir d'un investissement de CHF 250'000¹⁵¹².

797

Dans la convention d'actionnaires, on peut seulement mentionner le nombre de représentants attribué à chaque partie, ou alors mentionner expressément le nom du représentant¹⁵¹³. Toutefois, il est conseillé de « prévoir un processus clair de nomination et de remplacement »¹⁵¹⁴, pour le cas où l'administrateur nommé ne serait plus en mesure d'assumer son rôle. Il est aussi possible de prévoir une clause dynamique, en ce sens que l'obtention d'un représentant n'est pas liée à la personne de l'actionnaire, mais à un pourcentage minimal du capital-actions détenu ou au respect de certains engagements¹⁵¹⁵. Ce dynamisme est positif car il permet d'économiser du temps et de l'argent mais a pour conséquence que l'actionnaire devra impérativement participer aux aug-

798

¹⁵⁰⁹ Art. 117 al. 3 OPCC ; BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 890 ; GERHARD, *Exit*, p. 91 ; GRIEDER ET AL., *Teil B*, p. 9 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 27 ; Entretien avec M. WETZEL.

¹⁵¹⁰ GERHARD, *Exit*, p. 94.

¹⁵¹¹ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 31.

¹⁵¹² RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 194s., qui relève que lorsque l'investissement se situe entre CHF 100'000 et 250'000 et qu'il correspond à une prise de participation supérieure à 10%, un siège est octroyé dans 50% des cas.

¹⁵¹³ SECA, *Investment agreement*, p. 5.

¹⁵¹⁴ LEIS/JACCARD, p. 132.

¹⁵¹⁵ SECA, *Shareholders agreement*, p. 7 ; WENGER/SPECK, p. 192. Voir aussi LEIS/JACCARD, p. 133, qui utilisent, à titre d'exemple, la situation où un investisseur possède et conserve un représentant au conseil d'administration, aussi longtemps qu'il respecte le calendrier d'investissement ou qu'il détient au moins 20% du capital-actions.

mentations de capital, dans la mesure où il souhaite éviter que sa participation passe en dessous du seuil choisi dans la convention d'actionnaires¹⁵¹⁶.

- 799 Rappelons que si l'obtention du représentant au conseil d'administration est de nature purement contractuelle, rien n'exclut une violation de ladite convention et l'éviction subséquente du représentant de l'investisseur¹⁵¹⁷. Ce dernier peut donc utiliser le droit des sociétés pour garantir la place de son ou ses représentants au conseil d'administration, en utilisant les mécanismes que voici.

(ii) *Représentant par catégorie d'actions*

- 800 Lorsqu'il y a plusieurs catégories d'actions, le droit des sociétés exige que les statuts assurent à chaque catégorie l'élection au conseil d'administration d'un représentant au moins (art. 709 al. 1 CO). Il s'agit là de droit impératif. Ce cas de figure peut se présenter dans le contexte d'une jeune société, lorsque les investisseurs obtiennent des actions privilégiées¹⁵¹⁸. Les détenteurs de bons de participation ne constituent pas une catégorie d'actions à proprement parler, et n'ont donc pas droit à un représentant, sauf disposition contraire des statuts (art. 656e CO).

(iii) *Représentant des minorités*

- 801 L'art. 709 al. 2 CO instaure la possibilité de prévoir statutairement que les minorités ou certains groupes d'actionnaires bénéficieront d'un représentant au conseil d'administration. Cette disposition a pour but de protéger les actionnaires stablement minoritaires¹⁵¹⁹. Par « certains groupes » (art. 709 al. 2 *in fine* CO), il faut entendre notamment les titulaires d'actions nominatives ou au porteur, les fondateurs ou encore les fournisseurs possédant des titres de participation¹⁵²⁰.
- 802 Le représentant est élu par les actionnaires minoritaires uniquement ; ces derniers se réuniront pour choisir leur représentant. Cette « assemblée spéciale » est acceptable (art. 656f al. 4 CO par analogie)¹⁵²¹.

¹⁵¹⁶ SÖDING, *Private Equity*, p. 242 ; WYSS, 2. Teil, p. 514.

¹⁵¹⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 336.

¹⁵¹⁸ SECA, *Shareholders agreement*, p. 4 ; TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 85 ; WYSS, 2. Teil, p. 514.

¹⁵¹⁹ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 709 N 15.

¹⁵²⁰ TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 88.

¹⁵²¹ Voir aussi PETER/JACQUEMET, p. 209.

(iv) Représentant des participants

Il est possible de prévoir, dans les statuts, que les détenteurs de bons de participation aient droit à un représentant au conseil d'administration (art. 656e CO). Les participants éliront leur représentant par le biais d'une assemblée spéciale, comme évoqué ci-dessus pour les minoritaires.

803

(v) Représentant des détenteurs de bons de jouissance

En ce qui concerne le droit des détenteurs de bons de jouissance d'obtenir un représentant au conseil d'administration, la loi reste silencieuse. Selon PETER/JACQUEMET, rien n'empêche de leur octroyer un représentant par le biais des statuts¹⁵²². Cela se fera lors d'une assemblée spéciale, expressément prévue par la loi (art. 657 al. 4 CO).

804

(vi) Représentant d'autres parties prenantes

Même si rien n'est prévu dans la loi, on peut attribuer un représentant à certaines parties prenantes. On pense notamment aux fondateurs, aux travailleurs, ou à la communauté des créanciers obligataires pour les sociétés pouvant se permettre l'émission d'obligations¹⁵²³ (cf. N 24 ss). Cela peut, selon les cas, faciliter le recrutement de nouveaux employés, tâche souvent laborieuse dans le cadre des jeunes sociétés qui, force est de le constater, ne proposent pas toujours les salaires les plus alléchants.

805

b. Nombre de représentants

Les parties peuvent convenir du nombre de représentants auxquels elles auront droit respectivement. Il peut s'agir d'un nombre fixe ou d'un nombre maximal et/ou minimal. Cela permet de moduler la dynamique et/ou la taille du conseil d'administration de manière plus flexible, sans modifier la convention systématiquement¹⁵²⁴. En règle générale, le nombre de représentants obtenus par les parties dépend de l'importance de leur participation et des négociations. Il est admis que le nombre d'administrateurs soit aussi restreint que possible, pour assurer un processus décisionnel rapide et efficace¹⁵²⁵. On rencontre généra-

806

¹⁵²² PETER/JACQUEMET, p. 209s.

¹⁵²³ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 709 N 19 et 26 ; PETER/JACQUEMET, p. 210.

¹⁵²⁴ KÄSER, *AG und GmbH*, p. 97s. ; SÖDING, *Private Equity*, p. 241.

¹⁵²⁵ CSBP, N 12.

lement la configuration suivante, avec un conseil d'administration composé de cinq personnes¹⁵²⁶ : deux représentants aux investisseurs, deux représentants aux fondateurs, et un président neutre. Il est aussi largement possible de prévoir un conseil d'administration composé de trois personnes : un représentant aux investisseurs, un représentant aux fondateurs et un président neutre¹⁵²⁷. On assiste parfois à une « allocation asymétrique »¹⁵²⁸ des représentants, selon leur position de force dans le processus. Ce sera notamment le cas lorsque le risque consenti par l'investisseur est extraordinairement élevé¹⁵²⁹. Enfin, le nombre de représentants exigés par les différentes parties dépendra étroitement des quorums de voix et de présence convenus¹⁵³⁰. Par exemple, s'il a été convenu que certaines décisions exigent l'approbation de deux tiers au moins du conseil, alors détenir deux représentants changera largement la donne¹⁵³¹.

c. Le cas de l'administrateur fiduciaire

807 *Quid* des actionnaires passant une convention avec leurs représentants au conseil d'administration pour s'assurer de la manière dont ces derniers voteront ? Et *quid* de l'actionnaire détenant un siège au conseil d'administration et s'engageant envers un autre actionnaire à voter de telle ou telle manière, non pas à l'assemblée générale, mais aux séances du conseil d'administration ? L'indépendance de l'administrateur est-elle menacée ?

808 La question ici est de savoir si un actionnaire peut entrer dans une relation contractuelle portant sur le contrôle de la société, avec un membre du conseil d'administration¹⁵³². On appelle ce dernier un administrateur fiduciaire¹⁵³³. On nomme de telles conventions des consortiums d'administration¹⁵³⁴ (« *shareholder control agreement* » au sens étroit¹⁵³⁵ ou « *board's agreement* »). Il s'agit là d'une question largement débattue dans la doctrine. Le problème principal est lié au conflit entre le devoir de fidélité de l'administrateur envers

¹⁵²⁶ Entretien avec M. WETZEL.

¹⁵²⁷ Entretien avec M. WILHELM.

¹⁵²⁸ SÖDING, *Private Equity*, p. 242.

¹⁵²⁹ SÖDING, *Private Equity*, p. 242s. ; TREZZINI, *Finanzierungsstrukturierung*, p. 273.

¹⁵³⁰ Par analogie, SÖDING, *Private Equity*, p. 243.

¹⁵³¹ Exemple tiré de SÖDING, *Private Equity*, p. 243.

¹⁵³² Pour plus de détails sur l'indépendance de l'administrateur à l'aune du droit suisse, cf. ROTH PELLANDA, *Organisation*, p. 146 ss.

¹⁵³³ Plus péjorativement « homme de paille », cf. MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 632.

¹⁵³⁴ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 154 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 230 ss.

¹⁵³⁵ Le sens large concernant le contrôle exercé au niveau de l'assemblée générale (par exemple accords de vote concernant l'élection du conseil d'administration).

la société et ses obligations contractuelles envers l'actionnaire ; il s'agit là de la théorie du « double faisceau d'obligations » (« *doppelte Pflichtenexus* »)¹⁵³⁶. La doctrine majoritaire et la jurisprudence¹⁵³⁷ considèrent que de telles conventions – considérées comme des contrats de mandat – sont licites, pour autant que l'intérêt de la société soit toujours placé avant celui du partenaire contractuel en cas de conflit¹⁵³⁸. Autrement dit, on considère que les instructions qui empêchent le membre du conseil d'agir dans le meilleur intérêt de la société sont illicites et ne lient pas ce dernier. Dans un tel cas, l'administrateur fiduciaire devra manquer à ses obligations contractuelles et faire passer l'intérêt de la société avant tout ; il devra toutefois avertir son partenaire contractuel¹⁵³⁹. S'il fait passer les intérêts de son partenaire contractuel avant ceux de la société, il pourra être actionné en responsabilité selon l'art. 754 CO¹⁵⁴⁰. Il est plus difficile de déterminer si les représentants peuvent – et doivent – se conformer à des instructions particulièrement précises ou s'il doit plutôt s'agir d'indications générales destinées à la sauvegarde des intérêts de l'actionnaire bénéficiaire¹⁵⁴¹. Précisons enfin que de telles conventions ne lient en aucun cas la société et restent de nature purement contractuelle¹⁵⁴².

d. Le cas de l'observateur

Dans certaines situations, on peut attribuer un statut d'observateur (ou de « conseiller »¹⁵⁴³) à certaines personnes¹⁵⁴⁴. L'observateur participe aux séances mais ne peut pas prendre part au processus décisionnel ; il doit donc conserver un rôle essentiellement passif¹⁵⁴⁵. Il faudra alors le stipuler dans la

809

¹⁵³⁶ ROTH PELLANDA, *Organisation*, p. 152.

¹⁵³⁷ Pour un aperçu détaillé des diverses positions doctrinales et jurisprudentielles, LANG, *Durchsetzung*, p. 11 ; LAZOPOULOS, *Interessenkonflikte*, p. 77 ss ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 232 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 255.

¹⁵³⁸ TF 4C.143/2003 du 14 octobre 2003, consid. 6 ; BSK OR II-WERNLI, Art. 707 N 26 ; HARI, *Rôle du conseil d'administration*, p. 30 ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 120 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1088 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 632 ; ROTH PELLANDA, *Organisation*, p. 168.

¹⁵³⁹ LAZOPOULOS, *Interessenkonflikte*, p. 75s. ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 632 ; VISCHER/BORSARI, p. 380s.

¹⁵⁴⁰ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 120.

¹⁵⁴¹ SÖDING, *Private Equity*, p. 256s.

¹⁵⁴² SÖDING, *Private Equity*, p. 260 et les références citées.

¹⁵⁴³ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 339.

¹⁵⁴⁴ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1087.

¹⁵⁴⁵ LEIS/JACCARD, p. 133.

convention d'actionnaires et les statuts, et rédiger le règlement d'organisation en conséquence, pour pouvoir exclure la responsabilité dudit observateur en cas de mauvaise gestion au sens de l'art. 754 CO¹⁵⁴⁶. Le fait de ne pas risquer sa responsabilité est un avantage extrêmement intéressant. Toutefois, si l'observateur exerce une influence trop grande sur les décisions du conseil d'administration, il risquerait bien d'être considéré comme un organe de fait, ce qui entraînerait tout de même sa responsabilité au sens de l'art. 754 CO¹⁵⁴⁷.

810 Cela peut se faire pour certains investisseurs minoritaires¹⁵⁴⁸, n'ayant pas suffisamment de poids pour obtenir un représentant au conseil d'administration (ou ne souhaitant pas en posséder). On peut aussi octroyer un observateur à l'une des parties, pour éviter de surcharger et de compliquer inutilement la tâche du *board*. En règle générale, l'observateur peut assister aux séances du conseil et s'exprimer ; il lui est cependant interdit de voter¹⁵⁴⁹. Il serait selon nous tout à fait possible de laisser voter l'observateur, tant que son vote est uniquement consultatif et indicatif ; autrement dit, sa présence et son vote ne doivent pas être pris en compte pour le calcul des majorités requises.

811 Enfin, l'observateur, en tant qu'il n'est pas un membre du conseil d'administration, n'a pas de devoir de fidélité envers la société ; il est donc impératif de passer un accord de confidentialité et de non-concurrence avec lui¹⁵⁵⁰. Il est aussi possible d'exclure sa présence lors de certaines discussions plus sensibles¹⁵⁵¹.

2. Organisation du conseil d'administration

a. Généralités

812 La *corporate governance* s'effectue par le biais des statuts et du règlement d'organisation. Il est conseillé que ces derniers soient dynamiques, pour favo-

¹⁵⁴⁶ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 890.

¹⁵⁴⁷ Sur la notion d'organe de fait, ATF 114 V 213 : « les critères d'ordre formel ne sont pas décisifs à eux seuls et il faut aussi examiner si l'intéressé a pris des décisions réservées aux organes ou s'est chargé de la gestion proprement dite, participant ainsi de manière déterminante à la formation de la volonté de la société », ainsi que CHAPPUIS ET AL., pp. 29-51 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1087.

¹⁵⁴⁸ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1087.

¹⁵⁴⁹ SÖDING, *Private Equity*, p. 242.

¹⁵⁵⁰ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1056 ; LEIS/JACCARD, p. 133 ; TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 99.

¹⁵⁵¹ SECA, *Shareholders agreement*, p. 9, ndbp 12.

riser la flexibilité et ne pas entraver la marche de la société. On peut aussi annexer le *business plan* de la société au règlement d'organisation (qui n'est, rappelons-le, pas public) en autorisant le conseil d'administration à le modifier en respectant un certain quorum ou une certaine majorité¹⁵⁵².

b. Règlement d'organisation

Les parties seront bien avisées de définir précisément ce que contiendra le règlement d'organisation (art. 716b CO)¹⁵⁵³. Dans ce document, en plus d'une éventuelle délégation, elles pourront définir la structure et l'organisation du *board*, en particulier les aspects suivants : définition des divers postes à responsabilité ainsi que des devoirs et obligations y relatives, fréquence ou forme de la convocation des séances du *board*, admissibilité des contrats entre la société et l'administrateur, étendue du devoir de rendre compte, choix des majorités et quorums, etc.¹⁵⁵⁴ On pourra aussi y indiquer les normes comparables à suivre¹⁵⁵⁵.

813

(i) Fréquence

Le droit des sociétés suisse ne contient aucune disposition dictant la fréquence à laquelle le conseil d'administration doit se réunir. Le nombre et la fréquence des réunions dépendront donc des divers facteurs, tels le nombre de membres, le domaine d'activité de la société, la situation financière et l'âge de la société ou encore de l'importance des risques présents¹⁵⁵⁶. Toutefois, il est recommandé que les parties conviennent d'un nombre minimal de séances par année¹⁵⁵⁷. Le CSBP recommande lui de siéger au moins quatre fois par an. Selon nous, au vu de l'habituelle précarité financière de la jeune société et de l'importance du facteur temps lors des premières années d'existence, nous recommandons de prévoir une fréquence plus élevée : six séances par année nous paraissent être plus acceptables, quitte à en convoquer plus si besoin.

814

¹⁵⁵² FREY/FISCHER, p. 534 ; WENGER/SPECK, p. 191s.

¹⁵⁵³ FREY, *Investment agreement*, p. 35.

¹⁵⁵⁴ SÖDING, *Private Equity*, p. 293s.

¹⁵⁵⁵ Il peut s'agir des Swiss GAAP ou, si la société souhaite suivre le standard international, l'IFRS. Il est aussi envisageable de choisir le standard américain, les US GAAP, cf. SECA, *Shareholders agreement*, p. 13.

¹⁵⁵⁶ BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 713 N 4 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 294.

¹⁵⁵⁷ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1547 ; BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 713 N 4 ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 138.

(ii) *Convocation*

- 815 Traditionnellement, c'est le président du conseil d'administration qui convoque les séances du conseil d'administration, de sa propre initiative ou sur requête d'un autre membre¹⁵⁵⁸. Les parties peuvent toutefois modifier cela à leur convenance, en prévoyant par exemple qu'un autre membre soit lui aussi habilité à convoquer une séance, par exemple uniquement en cas d'absence du président. On peut aussi imaginer octroyer un tel droit de convocation à chaque membre pour le cas où le président ne répond pas à une requête d'un membre¹⁵⁵⁹. On conseillera aux parties de prévoir expressément dans le règlement d'organisation que la convocation puisse être effectuée par courriel et/ou faxes. Enfin, il faudra définir le délai dans lequel la séance est convoquée, par exemple 10 ou 20 jours¹⁵⁶⁰.

(iii) *Tenue*

- 816 Il faudra définir les règles applicables quant à la tenue de la séance, notamment quant aux modalités de vote et aux formalités à respecter. On peut ainsi autoriser les membres à participer et voter par vidéo-conférence ou téléphone¹⁵⁶¹, par e-mail, voire même par SMS¹⁵⁶².

(iv) *Suppléance*

- 817 Il n'existe pas encore de consensus doctrinal clair quant à la question de savoir si un administrateur peut se faire remplacer lorsqu'il ne lui est pas possible d'être présent. La jurisprudence fédérale et la doctrine majoritaire tend toutefois à y répondre par la négative, en raison du fait que la fonction d'administrateur a une dimension hautement personnelle¹⁵⁶³. Nous considérons que, dans une jeune société, où le conseil d'administration est essentiellement constitué de représentants de groupes d'actionnaires, une telle suppléance est acceptable, pour autant qu'elle soit prévue dans le règlement d'organisation et/ou les statuts. Une partie de la doctrine admet d'ailleurs que

¹⁵⁵⁸ SÖDING, *Private Equity*, p. 294s.

¹⁵⁵⁹ BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 715 N 6.

¹⁵⁶⁰ SÖDING, *Private Equity*, p. 295.

¹⁵⁶¹ SECA, *Shareholders agreement*, p. 8 ; TANNER, *Quoren*, p. 326.

¹⁵⁶² CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 713 N 16.

¹⁵⁶³ ATF 71 II 277, consid. 3 ; BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1592 ; CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 707 N 21 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 631 ; TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 98.

l'assemblée générale peut autoriser ou choisir, de manière ponctuelle, la suppléance d'un administrateur, et ce même sans base statutaire¹⁵⁶⁴. Nous considérons qu'il existe une solution encore plus pragmatique, à savoir celle de laisser le soin au conseil d'administration d'accepter ou refuser la suppléance d'un certain membre, de manière ponctuelle.

3. Direction

L'investisseur obtient régulièrement, en plus d'être représenté au conseil d'administration un siège à la direction¹⁵⁶⁵, pour autant que la société choisisse de nommer des directeurs. Ainsi, lorsqu'un investisseur n'est pas parvenu à obtenir un représentant au conseil d'administration, il peut se satisfaire d'un siège – permanent ou temporaire – à la direction de la société ; il pourra ainsi contribuer à la bonne marche de la société¹⁵⁶⁶.

818

4. Responsabilité

L'administrateur est certes extrêmement bien informé quant aux affaires de la société, et exerce une influence directe sur la marche desdites affaires. Toutefois, cela a pour conséquence que, contrairement à l'actionnaire, la responsabilité personnelle de l'administrateur peut être engagée (art. 754 CO). En outre, le conseil d'administration a un devoir de diligence et de fidélité (art. 717 CO).

819

a. Dirigeants

Comme nous venons de le mentionner, la « disposition cardinale » qu'est l'art. 754 CO sanctionne les manquements des administrateurs et de toute autre personne chargée de la gestion¹⁵⁶⁷. Les dirigeants d'une société anonyme doivent en effet promouvoir et protéger fidèlement les intérêts de la société, avec toute la diligence nécessaire (art. 717 al. 1 CO). Il s'agit d'une obligation de moyen¹⁵⁶⁸.

820

¹⁵⁶⁴ BSK OR II-WERNLI/RIZZI, art. 707 N 28 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 342 ; TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 95.

¹⁵⁶⁵ SECA, *Shareholders agreement*, p. 7 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 27.

¹⁵⁶⁶ Notamment BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 890 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 936.

¹⁵⁶⁷ HÄNNI, *Responsabilité*, p. 17.

¹⁵⁶⁸ ATF 120 II 248, JdT 1995 I 559 ; HÄNNI, *Responsabilité*, p. 19.

- 821 Le représentant d'une des parties respectives se devra donc de rester attentif à ses devoirs. Dans certaines situations, il risquerait bien de se retrouver pris entre deux feux : d'un côté, les intérêts de la partie qu'il représente au conseil d'administration, et de l'autre, ceux de la société. Il est largement admis que dans de pareilles circonstances, le membre du conseil d'administration doit faire primer les intérêts de la société sur ceux des personnes qu'il représente ou sur les siens (art. 717 al. 1 *in fine* CO)¹⁵⁶⁹.
- 822 Par ailleurs, dans le domaine du financement de jeunes sociétés, il n'est pas rare que certains administrateurs cumulent plusieurs mandats similaires et siègent ainsi au conseil d'administration d'autres jeunes sociétés ; plus particulièrement, cela peut être le cas des représentants d'investisseurs institutionnels (par exemple des fonds de capital-risque) ou de certains *business angels*. A l'instar de ce qui a été dit au sujet de l'administrateur fiduciaire (*cf.* N 807), rien n'interdit un tel cumul de mandats, d'ailleurs relativement fréquent chez les administrateurs, qu'il s'agisse de jeunes sociétés ou de sociétés déjà mures. Il faut toutefois rester attentif au fait que cela peut faire naître de sérieux conflits d'intérêts chez l'administrateur, ce qui risque d'entraîner sa responsabilité (art. 754 CO) pour violation du devoir de fidélité (art. 717 CO). Pour remédier à cela, il convient, en amont et dans la mesure du possible, d'éviter qu'un même individu ne siège au conseil de plusieurs jeunes sociétés en concurrence directe ou indirecte, voire même potentielle. En aval, si le cumul de mandats d'administrateurs est déjà existant, l'administrateur, dans le cadre de chaque fonction dirigeante, doit veiller à toujours faire primer les intérêts de la société lorsqu'il fonctionne en tant qu'administrateur de cette dernière (art. 717 al. 1 *in fine* CO). En outre, il devra annoncer les conflits d'intérêts¹⁵⁷⁰ (avérés ou potentiel¹⁵⁷¹) au reste du conseil d'administration, et se récuser si besoin est. Les raisons et les conséquences de la récusation devraient figurer dans le règlement d'organisation¹⁵⁷² : il peut s'agir d'une exclusion ou d'une limitation : du droit de vote, du droit de participer aux débats et délibérations, ou encore du droit aux renseignements¹⁵⁷³.

¹⁵⁶⁹ ATF 66 II 43, JdT 1940 I 272 ; HÄNNI, *Responsabilité*, p. 52.

¹⁵⁷⁰ Et non de simples frictions d'intérêts (« *blosse Interessenberührung* »), *cf.* BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1793.

¹⁵⁷¹ ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 92.

¹⁵⁷² BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1793s. ; ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 91s.

¹⁵⁷³ Voir à ce sujet les propos du Prof. Guy MUSTAKI, *cf.* NIKOLIC Dejan, *Les conseils d'administration ne prêchent pas toujours par l'exemple*, 22 mai 2014, LeTemps.ch <<https://www.letemps.ch/economie/conseils-dadministration-ne-prechent-toujours-lexemple>> (consulté le 27 juin 2019).

b. Organe de fait

Même lorsque l'investisseur ne siège pas personnellement au conseil d'administration ou à la direction, il se peut tout de même qu'il soit considéré comme un organe s'il « s'occupe de manière déterminante de la gestion »¹⁵⁷⁴ de la société. Comme le relève HÄNNI, la qualité d'organe découle alors d'une « approche fonctionnelle »¹⁵⁷⁵. Un tel organe de fait assume donc la responsabilité dans l'administration et la gestion selon l'art. 754CO. C'est le cas notamment lorsqu'un actionnaire exerce une influence absolument décisive sur la marche de la société par le biais de son représentant et partenaire contractuel¹⁵⁷⁶. Il peut s'agir, par exemple, d'un investisseur trop impliqué dans la gestion, quand bien même il ne siège pas au conseil d'administration, ou d'un fondateur majoritaire ne souhaitant plus siéger au conseil d'administration ou à la direction pour limiter sa responsabilité, mais parvenant, dans les faits, à exercer une influence déterminante sur la gestion, en raison de ses connaissances techniques et de statut de *key-man* (et/ou de sa participation majoritaire au capital).

823

C. Majorités, quorums et droit de veto

Le choix de certains quorums ou l'attribution de droits de veto est une étape périlleuse. Il s'agit de trouver le juste milieu pour permettre une protection suffisante de l'actionnaire minoritaire tout en évitant les situations de blocage¹⁵⁷⁷. Il est possible de prévoir des quorums et droits de veto dynamiques, apparaissant et disparaissant en fonction de l'évolution de l'actionnariat (cf. N 798). Il est fréquent que l'investisseur obtienne un droit de veto, au niveau des décisions du conseil d'administration lorsque cela est possible, ou de l'assemblée générale¹⁵⁷⁸. Cela signifie que l'investisseur peut, de par sa seule

824

¹⁵⁷⁴ CR CO II-CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, Art. 754 N 6.

¹⁵⁷⁵ HÄNNI, *Responsabilité*, p. 343.

¹⁵⁷⁶ ATF 132 III 523 ; ATF 114 V 213 ; CHAPPUIS ET AL., pp. 29-51 ; HÄNNI, *Responsabilité*, p. 346 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 261. Voir aussi TF 9C_317/2011 du 30 septembre 2011, consid. 4.1.1 : « Bei einer Aktiengesellschaft sind alle Mitglieder des Verwaltungsrates unabhängig davon, welche Aufgaben sie tatsächlich erfüllen, Organ im formellen Sinn. Anderen Personen kommt faktische Organstellung zu, wenn sie tatsächlich die Funktion von Organen erfüllen, indem sie diesen vorbehaltenen Entscheide treffen oder die eigentliche Geschäftsführung besorgen und so die Willensbildung der Gesellschaft massgebend mitbestimmen ».

¹⁵⁷⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 291.

¹⁵⁷⁸ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 890 ; GERHARD, *Exit*, p. 91 ; LEIS/JACCARD, p. 131 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 174 ; WYSS, 2. Teil, p. 514.

voix, refuser une décision, quand bien même la majorité nécessaire est respectée¹⁵⁷⁹.

1. Définitions

825 Avant d'aller plus avant, nous considérons qu'il est essentiel de préciser ce que l'on entend par quorums, majorités et droit de veto¹⁵⁸⁰.

a. Majorités

826 La majorité simple, ou relative, a pour effet que la proposition ayant retenu le plus de suffrages l'emporte. La majorité absolue veut qu'une proposition remporte la moitié des suffrages plus une voix au moins. La majorité qualifiée signifie qu'une décision doit obtenir un nombre accru de suffrages, par exemple deux tiers ou trois quarts. Enfin, l'unanimité nécessite la totalité des voix.

b. Quorums

827 Il existe deux types de quorums : le quorum de présence et le quorum des voix exprimées. Le quorum de présence signifie qu'un certain nombre d'actions (c'est-à-dire une certaine portion du capital) doivent être représentées, c'est-à-dire présentes, lors de l'assemblée générale, pour que la décision prise soit valable. Il a principalement pour but et effet d'empêcher que des décisions potentiellement importantes soient prises en l'absence de certaines parties. Le quorum des voix exprimées (ci-après : quorum de voix) signifie qu'une décision n'est valable que lorsque suffisamment de voix présentes ont été exprimées.

c. Droit de veto

828 Un droit de veto (littéralement « je m'oppose » en latin) signifie que le titulaire dudit droit peut, de manière unilatérale, s'opposer à une décision et

¹⁵⁷⁹ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 885.

¹⁵⁸⁰ Les définitions qui suivent sont tirées pour l'essentiel de CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 703 N 3 ss et les références citées.

l'empêcher d'être prise. Le titulaire d'un droit de veto peut protéger ses intérêts de manière absolue¹⁵⁸¹.

d. Voix prépondérante

La voix prépondérante ou voix décisive (« *deciding/casting vote* » « *Stichentscheid* ») est un droit de vote supplémentaire accordé à une partie, lui permettant de trancher une question en cas de parité des voix.

829

2. Assemblée générale

Comme nous venons de le voir, pour s'assurer un certain contrôle sur la société, l'investisseur peut se faire remettre des actions à droit de vote privilégié (cf. N 777). Il peut aussi convenir avec l'autre partie de certaines majorités à respecter, et autres quorums de présence et/ou de voix¹⁵⁸², élaborés de sorte qu'il soit certain d'avoir toujours son mot à dire. Dans le contexte du financement d'une jeune société, il arrive que les investisseurs souhaitent renforcer leur droit de vote pour certaines décisions, touchant notamment à leur dilution, à la vente des actifs de la société, aux modifications de stratégies, au nombre d'administrateurs ou au versement de dividendes¹⁵⁸³. Ces majorités et quorums seront usuellement convenus de manière purement et exclusivement contractuelle, dans le pacte d'actionnaires. Ils ne doivent toutefois pas constituer un moyen d'éluder les restrictions du droit (art. 691 CO) ou constituer un achat de voix (art. 692 CO)¹⁵⁸⁴, et ne doivent pas dépasser les limitations à la liberté contractuelle en droit suisse¹⁵⁸⁵. Il est aussi possible de faire figurer, à titre supplétif, ces majorités et quorums dans les statuts¹⁵⁸⁶ pour bénéficier de la protection du droit des sociétés ; dans ce cas, il existe certaines limites sur lesquelles nous proposons de nous pencher plus avant.

830

¹⁵⁸¹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 316s.

¹⁵⁸² TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 74 ; WYSS, 2. Teil, p. 514.

¹⁵⁸³ GOOSSENS/KLADNY, p. 23.

¹⁵⁸⁴ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 235s. ; CR CO II-HÉRITIER LACHAT, art. 692 N 74 et 96.

¹⁵⁸⁵ TRIPPEL/JAISLI KULL, p. 212.

¹⁵⁸⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 53 et 315.

a. Majorités

831 En principe, les décisions de l'assemblée générale sont prises à la majorité absolue des voix attribuées aux actions représentées et selon leur valeur nominale (art. 692 al. 1 et art. 703 CO), autrement dit à la majorité absolue des voix présentes. Par majorité absolue, il faut comprendre plus de la moitié des voix attribuées aux actions présentes. Cela signifie en réalité qu'une abstention équivaut à un refus¹⁵⁸⁷. Les décisions plus importantes doivent être prises avec une double majorité qualifiée (art. 704 CO) : il faut recueillir au moins deux tiers des voix attribuées aux actions représentées et la majorité absolue des valeurs nominales représentées. La majorité qualifiée a pour effet d'augmenter le « pouvoir relatif de la minorité »¹⁵⁸⁸. Il est possible de modifier les majorités prévues par la loi par le biais des statuts, et uniquement en prévoyant des majorités plus larges (art. 704 al. 2 CO), c'est-à-dire en renforçant le poids des actionnaires minoritaires. Nous renvoyons le lecteur au tableau présentant les seuils de minorités (*cf.* N 590). Par ce biais statutaire, l'investisseur minoritaire – c'est-à-dire possédant moins de 33.33% – pourrait ainsi s'assurer qu'il pourra s'opposer aux décisions importantes si besoin est¹⁵⁸⁹.

832 Quant à l'unanimité, il est évidemment possible de la prévoir contractuellement dans la convention d'actionnaires ; savoir si elle peut être inscrite dans les statuts est cependant une autre question. Selon la doctrine majoritaire, exiger statutairement l'unanimité n'est en principe pas licite, en tant qu'elle risquerait fort de conduire à un blocage¹⁵⁹⁰. La jurisprudence fédérale a confirmé que l'aggravation des majorités était autorisée, pour autant qu'il reste possible, pratiquement, de réunir ladite majorité¹⁵⁹¹. De telles modifications des majorités doivent impérativement être inscrites dans les statuts pour pouvoir être mises en œuvre par le conseil d'administration lors des procédures de vote durant l'assemblée générale¹⁵⁹².

b. Quorums

833 Le droit des sociétés ne prévoit aucun quorum de présence particulier. Toutefois, l'assemblée universelle (art. 701 CO) et la suppression du but lucratif de

¹⁵⁸⁷ FONTANET, *Quorum*, p. 81.

¹⁵⁸⁸ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 704 N 1s.

¹⁵⁸⁹ TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 76.

¹⁵⁹⁰ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1469 ; BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 704 N 19a ; CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 704 N 12.

¹⁵⁹¹ ATF 117 II 290, JdT 1992 I 318, consid. 7.

¹⁵⁹² LEIS/JACCARD, p. 135.

la société (art. 706 al. 2 ch. 4 CO) requièrent l'unanimité et impliquent de ce fait la présence de tous les actionnaires. En dehors de ce quorum de présence implicite, aucun quorum de présence n'est requis au niveau de l'assemblée générale : toute autre décision pourrait être valablement prise par l'assemblée générale, même lorsqu'un seul actionnaire est présent¹⁵⁹³.

En ce qui concerne les quorums de voix, l'art. 704 al. 1 CO instaure non seulement une exigence de majorité qualifiée des voix attribuées aux actions représentées et de majorité absolue de la valeur nominale des actions représentées, mais aussi un quorum de voix, puisque les voix nulles et abstentions sont prises en compte dans le calcul des voix représentées¹⁵⁹⁴. L'art. 703 CO instaure, en plus d'une majorité absolue, un quorum de voix, puisqu'à nouveau, les voix nulles et les abstentions sont prises en compte dans le compte des voix présentes¹⁵⁹⁵.

834

A l'instar de TRIPPEL, nous considérons que l'insertion dans les statuts de quorums de présence et de voix est acceptable, en présence de sociétés non-cotées possédant un cercle actionnarial relativement restreint¹⁵⁹⁶. Pour reprendre l'exemple utilisé par cet auteur, lorsqu'un investisseur obtient 18% du capital, il serait possible de prévoir un quorum de voix et/ou présence de 82% plus une voix, ce qui garantirait qu'aucune décision ne peut être prise en son absence.

835

Notons enfin qu'il est admissible de prévoir des quorums pour certaines catégories d'actions, et de combiner différents quorums entre eux ou avec certaines majorités¹⁵⁹⁷. Il n'est toutefois pas possible de prévoir statutairement des quorums « personnels », en faveur de certains actionnaires spécifiques¹⁵⁹⁸.

836

¹⁵⁹³ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 704 N 9 ; TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 75.

¹⁵⁹⁴ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1469 ; CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 704 N 7.

¹⁵⁹⁵ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 703 N 10 et les références citées.

¹⁵⁹⁶ TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 76.

¹⁵⁹⁷ A titre d'exemple, voir l'analyse de TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, pp. 80-83, quant au modèle SECA, qui propose un quorum de voix et de présence pour les actions ordinaires, et un quorum de voix pour les actions à droit de vote privilégié.

¹⁵⁹⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 321.

c. Droit de veto

- 837 Octroyer expressément un droit de veto dans les statuts à un certain actionnaire – ou groupe d'actionnaires – nous paraît aller à l'encontre du principe de l'égalité de traitement¹⁵⁹⁹. Comme vu dans l'exemple précédent, il est à notre avis possible de moduler les quorums de présence/voix, pour aboutir dans les faits à un droit de veto (« *unechtes Vetorecht* »), à la différence que chaque actionnaire détenant le capital minimal nécessaire pourra profiter du quorum et donc du droit de veto en découlant indirectement¹⁶⁰⁰. Toujours selon nous, il reste possible de prévoir des vetos, au niveau purement contractuel, dans la convention d'actionnaires. Autrement dit, un droit de veto peut être prévu, contractuellement, en faveur d'une partie concernant un certain type de décisions, mais il ne peut pas être inscrit dans les statuts. La protection accordée découlera alors purement du droit des contrats (convention d'actionnaires). *A contrario*, les accords de vote peuvent prévoir qu'une partie (souvent un investisseur majoritaire) peut imposer certaines décisions aux autres parties¹⁶⁰¹.
- 838 Parallèlement, pour assurer la continuité de la représentation au conseil d'administration, il est d'usage de prévoir, en faveur de l'investisseur, un droit de veto contractuel à la révocation de son représentant (« *Abberufungsvetorecht* »)¹⁶⁰². En d'autres termes, il devient possible de révoquer unilatéralement son représentant, sans que l'autre partie ne puisse s'y opposer.

d. Voix prépondérante

- 839 Le droit des sociétés suisse ne prévoit aucun mécanisme de voix décisive pour les votes de l'assemblée générale. Comme l'a confirmé la jurisprudence fédérale, il resterait toutefois possible de prévoir statutairement un tel droit en faveur d'un actionnaire¹⁶⁰³. Bien entendu, cette voix prépondérante ne peut être prise en compte qu'en cas de parité des voix¹⁶⁰⁴. Ce principe fait toutefois

¹⁵⁹⁹ C'est d'ailleurs la position adoptée par de nombreux auteurs, cf. BSK OR II-LÄNZLINGER, Art. 692 N 9 ; CR CO II-HÉRITIER LACHAT, art. 692 N 38 et 66 ; TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 83 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 328.

¹⁶⁰⁰ *Contra* VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 328s.

¹⁶⁰¹ SECA, *Shareholders agreement*, p. 10, ndbp 16.

¹⁶⁰² BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 890. HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1056, qui prévoit une clause selon laquelle les parties s'engagent à ne révoquer l'administrateur d'une partie que si cette dernière le demande.

¹⁶⁰³ ATF 95 II 555, JdT 1970 I 537. *Contra* TANNER, *Quoren*, p. 142s.

¹⁶⁰⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 330.

l'objet d'attaques doctrinales virulentes, qu'il conviendra de prendre en compte, si d'aventure les parties décidaient de s'octroyer un tel droit¹⁶⁰⁵.

3. Conseil d'administration

En sus de la composition du conseil d'administration et des représentants respectifs, les parties peuvent convenir de certaines modalités concernant les décisions du conseil, en particulier en ce qui concerne les majorités requises et les quorums de présences et de voix. Ce faisant, les parties devront rester attentives à ne pas favoriser les situations de blocage qui pourraient paralyser la gestion de la société. Ces diverses modalités, exprimées dans la convention, seront retranscrites dans le règlement d'organisation¹⁶⁰⁶ (cf. N 755). Rappelons que, selon le principe – impératif – du vote par tête, chaque membre du conseil d'administration ne possède qu'une seule voix. Il n'est pas possible de modifier ce régime, ni par le biais des statuts ou du règlement d'organisation, ni par un instrument contractuel¹⁶⁰⁷.

840

Il arrive que les investisseurs souhaitent obtenir un droit de veto au niveau du conseil d'administration¹⁶⁰⁸. Cela est, sur le principe, illicite, mais il existe certains mécanismes permettant d'élargir sensiblement le pouvoir de leur(s) représentant(s), comme nous le verrons dans les lignes qui suivent.

841

a. Majorités

La loi précise sobrement à l'art. 713 al. 1 CO que « [l]es décisions du conseil d'administration sont prises à la majorité des voix émises ». La majorité relative est donc suffisante pour prendre des décisions au sein du conseil d'administration (art. 713 al. 1 CO)¹⁶⁰⁹. Il s'agit donc de savoir si l'on se trouve face à du droit de nature dispositif ou impératif. Même si une petite minorité d'auteurs soutiennent le contraire, on considère généralement qu'il est admissible de déroger à ce régime par le biais du règlement d'organisation¹⁶¹⁰. Il est plus controversé de savoir si la dérogation au régime

842

¹⁶⁰⁵ Voir à ce sujet l'excellente analyse de SCHNEUWLY/MEINRAD, p. 266 ss.

¹⁶⁰⁶ FONTANET, *Quorum*, p. 77.

¹⁶⁰⁷ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1590 ; FRICK, *Private Equity*, p. 464s. ; SÖDING, *Private Equity*, p. 241.

¹⁶⁰⁸ GOOSSENS/KLADNY, p. 23.

¹⁶⁰⁹ C'est d'ailleurs ce que propose le modèle SECA, cf. SECA, *Shareholders agreement*, p. 9.

¹⁶¹⁰ Pour une analyse détaillée des diverses positions doctrinales, CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 713 N 4, ainsi que SÖDING, *Private Equity*, p. 243.

légal peut figurer dans les statuts ; dans l'intérêt de la sécurité du droit, il est conseillé de l'inscrire à la fois dans le règlement d'organisation et dans les statuts¹⁶¹¹ ; ou alors, comme le proposent LEIS/JACCARD, d'insérer dans les statuts un renvoi au règlement d'organisation¹⁶¹². En définitive, déroger au régime légal permet par exemple de soumettre certaines décisions importantes¹⁶¹³ à des majorités plus strictes – ou plus souples – que la majorité relative. La possibilité de soumettre certaines décisions particulières à l'unanimité du conseil d'administration reste un sujet débattu par la doctrine : nous partageons l'avis de BÖCKLI, qui considère que cela n'est pas soutenable, en ce sens que cela reviendrait à octroyer un droit de veto négatif à chaque administrateur¹⁶¹⁴.

b. Quorums

(i) Présence

843 Il n'existe pas de quorum de présence légal pour les décisions du conseil d'administration. Ainsi, il se peut qu'un seul membre du conseil d'administration soit présent lors d'une séance ; une décision prise au cours de cette séance serait valable¹⁶¹⁵. Il faut bien entendu que la séance du conseil d'administration ait été convoquée en accord avec les exigences légales et statutaires¹⁶¹⁶. En conséquence, il est très fréquent de faire figurer dans le règlement d'organisation des quorums de présence particuliers pour les décisions du conseil d'administration¹⁶¹⁷.

¹⁶¹¹ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1587 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 244s. ; TANNER, *Quoren*, p. 339 ; TREZZINI, *Finanzierungsstrukturierung*, p. 273s.

¹⁶¹² LEIS/JACCARD, p. 135.

¹⁶¹³ Pour une liste exemplative de décisions importantes, SÖDING, *Private Equity*, p. 249s. : « *appointment and replacement of key employees* », « *purchase [...] of real estate* », « *changes to the business plan* », etc.

¹⁶¹⁴ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1588 et les références citées ; du même avis CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 713 N 4. *Contra* BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 713 N 8 ; TANNER, *Quoren*, p. 338s., qui considèrent que l'unanimité peut être valablement requise pour certaines décisions, tout en admettant que cela peut créer des situations de blocage. TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 95, admet l'exigence d'unanimité, en constatant que rien dans la loi ne l'interdit expressément ; il soutient qu'en cas de blocage, les actionnaires peuvent s'adresser au juge selon l'art. 736 al. 4 CO, pour une « autre solution » que la dissolution.

¹⁶¹⁵ SÖDING, *Private Equity*, p. 239 ; TANNER, *Quoren*, p. 329s.

¹⁶¹⁶ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 713 N 5.

¹⁶¹⁷ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1587 ss ; BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 713 N 7 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 8 ; TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 90.

Par le biais des quorums de présence, les parties s'assurent que certaines décisions ne pourront être prises qu'en plénum ou avec un taux de présence minimum. Les quorums peuvent ainsi prévoir que certaines décisions ne seront valables que si un certain représentant – par exemple celui de l'investisseur – est présent¹⁶¹⁸ ; cela permet d'éviter que le reste du conseil d'administration profite de son absence¹⁶¹⁹. Pour assurer une forme d'équilibre, on choisit fréquemment un quorum soumettant la validité des décisions à la présence d'au moins un représentant du fondateur et un représentant de l'investisseur¹⁶²⁰. On rencontre aussi souvent des quorums exigeant qu'au moins la moitié – ou les deux tiers – du conseil soit présente.

844

Instaurer des quorums de présence trop élevés peut néanmoins poser des problèmes lorsqu'il s'agit de prendre des décisions rapides et que des membres du conseil ne sont pas disponibles¹⁶²¹. Nous recommandons donc de recourir à des mécanismes de secours, comme par exemple choisir de faire tomber l'exigence du quorum par rapport à une décision particulière après un certain délai et/ou lorsque ladite décision n'a pas pu être prise précédemment en raison de l'absence de certains membres¹⁶²².

845

(ii) Voix exprimées

En ce qui concerne les quorums de voix, la loi n'en fait pas non plus mention. En effet, l'art. 713 al. 1 CO se réfère à « la majorité des voix émises ». On en

846

¹⁶¹⁸ C'est ce que propose le modèle SECA, cf. SECA, *Shareholders agreement*, p. 8.

¹⁶¹⁹ LEIS/JACCARD, p. 133 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 245. Voir toutefois BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 713 N 7 qui trouve une telle pratique pour le moins discutable.

¹⁶²⁰ TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 91.

¹⁶²¹ À ce sujet, cf. BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 713 N 7 qui déclare lui qu'un quorum exigeant la présence de plus de la moitié des membres peut s'avérer dangereux ; BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1588, qui considère que soumettre la validité d'une décision à la présence de tous les membres du conseil n'est pas acceptable ; TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 92, qui est de l'avis que tous les quorums de présence sont en principe acceptables, mais qu'ils doivent tomber lorsque cela paralyse durablement ou dangereusement le conseil d'administration ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 340s., qui considère qu'il ne faudrait prévoir des quorums que pour les décisions revêtant une grande importance stratégique.

¹⁶²² Du même avis, LEIS/JACCARD, p. 133 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 9 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 252. Voir le modèle de convention d' HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1056, qui proposent la solution suivante : « [s]i [le] quorum [de présence] n'est pas atteint, une nouvelle séance du conseil [d'administration] se tiendra sept jours plus tard avec le même ordre du jour, mais sans exigence de quorum ».

conclut donc qu'il n'existe pas de quorum de voix légal¹⁶²³. Les parties pourront cependant prévoir de tels quorums, dans le but d'éviter que des décisions soient prises sans un véritable consensus.

c. Droit de veto

847 En ce qui concerne le droit de veto d'un ou plusieurs membres du conseil d'administration, il est impossible de prévoir un tel mécanisme de manière statutaire ou dans le règlement d'organisation, le principe du vote par tête étant de nature impérative¹⁶²⁴. Il en va de même des droits de veto déguisés, qui seront rejetés par le juge¹⁶²⁵. Il n'est donc pas possible d'attribuer plus de poids à un administrateur particulier, que ce soit par la convention, par les statuts ou par le règlement d'organisation¹⁶²⁶.

848 Pour y remédier, on peut attribuer un plus grand nombre de représentants à une partie ou renforcer les quorums de présence et/ou de voix en faveur d'un représentant particulier¹⁶²⁷.

d. Voix prépondérante

849 Un mécanisme de voix prépondérante au sein du conseil d'administration est prévu à l'art. 713 al. 1 *in fine* CO, qui précise que « le président a voix prépondérante, sauf disposition contraire des statuts ». On en déduit assez naturellement que les parties pourront modifier, de manière contractuelle et statutaire,

¹⁶²³ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 713 N 6 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 239.

¹⁶²⁴ ATF 71 I 187, consid. 5 : on considère que cette jurisprudence datant de 1945 est toujours d'actualité. Le TF y déclare que chaque membre du conseil d'administration ne dispose que d'une seule voix et que les statuts ne peuvent lui accorder un droit de vote plural. Voir aussi CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 713 N 3s. ; EHRAT, *Private-Equity-Modell*, p. 185s. ; SÖDING, *Private Equity*, p. 248 ; TRIPPEL, *Mitwirkungsrechte*, p. 97 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 341. *Contra* HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1087, dont le modèle prévoit un droit de veto en faveur des investisseurs : « les décisions suivantes ne sont valables que si deux représentants des [i]nvestisseurs les approuvent [...] ».

¹⁶²⁵ Voir à ce sujet l'arrêt du Handelsgericht zurichois, réf. HG140114-O du 28 octobre 2015, qui considère que l'exigence d'un double quorum d'approbation – qui accordait dans les faits un droit de veto à l'administrateur représentant de l'investisseur – est contraire au droit des sociétés suisse impératif.

¹⁶²⁶ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1590 ; BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 713 N 8 ; CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 713 N 3 ; FRICK, *Private Equity*, p. 464s. ; SÖDING, *Private Equity*, p. 241.

¹⁶²⁷ SÖDING, *Private Equity*, p. 241.

l'attribution de la voix prépondérante, et l'octroyer à un autre membre du conseil d'administration pour toutes ou certaines décisions¹⁶²⁸.

e. Conclusion

Instaurer des majorités particulières, de quorums de présence et/ou de voix – ainsi que d'éventuels droits de veto, de manière contractuelle – permet de garantir les modalités de vote concernant certaines décisions importantes. De tels aménagements peuvent se révéler particulièrement utiles dans les cas où il existe deux grands groupes d'actionnaires (par exemple le fondateur et l'investisseur)¹⁶²⁹. Il s'agira toutefois d'éviter au mieux les risques de paralysies de la société en cas de désaccord¹⁶³⁰, ce qui pourrait avoir, selon les circonstances, des conséquences désastreuses pour la survie de la jeune société. Rappelons toutefois que l'administrateur qui s'obstinerait à bloquer le conseil d'administration dans ses décisions, et menant une « politique de blocage », pourrait engager sa responsabilité selon l'art. 754 CO¹⁶³¹. En tout état de cause, il est important de prévoir des « *deadlock-breaking devices* », utiles pour sortir de l'impasse en cas de blocage au niveau du conseil d'administration¹⁶³².

850

II. Anti-dilution

Il est temps de se pencher sur les mécanismes permettant à l'actionnaire d'éviter d'être dilué. Il a été décidé que c'est dans le chapitre sur les droits sociaux que l'anti-dilution serait analysée, alors qu'il pourrait être légitimement argué que la dilution touche aussi l'investisseur dans ses droits patrimoniaux.

851

A. Généralités

Comme son nom l'indique, une clause de protection contre la dilution (« *anti-dilution protection* », « *Verwässerungsschutz* »), ou plus simplement dit, une « clause anti-dilution », évite à un actionnaire de se voir dilué lors

852

¹⁶²⁸ *Ibid.*

¹⁶²⁹ SÖDING, *Private Equity*, p. 251.

¹⁶³⁰ WENGER/SPECK, p. 192.

¹⁶³¹ BSK OR II-WERNLI/RIZZI, Art. 713 N 8 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 251.

¹⁶³² SÖDING, *Private Equity*, p. 253.

d'augmentations de capital subséquentes¹⁶³³ ; il s'agit là d'une clause standard, qui permet à l'investisseur de protéger la valeur de la participation dans la jeune société. Il peut s'agir d'une dilution ordinaire, subie par chaque actionnaire lors de l'arrivée d'un nouvel actionnaire, ou d'une dilution financière particulière, propre au financement de la jeune société, que nous définirons précisément dans les paragraphes qui suivent.

1. Dilution ordinaire

- 853 La dilution ordinaire se présente lorsque de nouvelles actions sont émises, et qu'elles ne sont pas remises proportionnellement à tous les actionnaires existants, mais remises à certains actionnaires de manière sur-proportionnée (« *überproportional* ») ou à des tiers¹⁶³⁴. C'est notamment le cas avec l'entrée au capital de nouveaux investisseurs, ou lorsque ces derniers exercent des droits d'option ou de conversion. On considère généralement qu'il faut compter avec une dilution d'environ 25% par tour de financement¹⁶³⁵.
- 854 La dilution a des conséquences sur la valeur réelle de l'action (valeur par action correspondant le plus objectivement possible à la valeur de la société, selon la méthode de valorisation choisie¹⁶³⁶), sur la participation aux bénéfices ou sur le droit de vote¹⁶³⁷. Pour le cas où les actions sont émises à leur valeur réelle ou au-dessus, il n'y aura certes pas de dilution de la valeur des actions (« *Wertverwässerung* »), mais on assistera tout de même à une dilution de la participation, et donc du droit de vote (« *Stimmrechtsverwässerung* »)¹⁶³⁸. La dilution peut aussi concerner les perspectives de gain (« *Gewinnverwässerung* »), lorsque l'apport en capital est utilisé pour des activités peu rentables. Enfin, l'émission d'actions privilégiées en faveur de certains actionnaires dilue les droits de l'actionnaire ordinaire¹⁶³⁹.

¹⁶³³ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1093.

¹⁶³⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 203.

¹⁶³⁵ Entretien avec M. HARFOUCHE.

¹⁶³⁶ WILHELM Christophe, *Le code des obligations fixe un cadre strict aux règles statutaires limitant le transfert d'action nominatives dans le cadre de société non cotées en bourse*, 17 mars 2017 <<https://www.wilhelm-avocats.ch/blog/avocat-convention-actionnaires/>> (consulté le 27 juin 2019). Voir aussi CR CO II-CHAPPUIS/JACCARD, art. 789 N 4 : « la valeur économique de la société, y compris de son *goodwill* » ou JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 363 et les références citées : « la valeur entière de la société en prenant en compte la valeur de substance et de rendement ».

¹⁶³⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 204.

¹⁶³⁸ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 133 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 57.

¹⁶³⁹ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 133.

La loi protège l'actionnaire contre les cas de dilution ordinaire. En effet, elle prévoit un droit de souscription préférentiel, qui déclare qu'en cas d'augmentation du capital, chaque actionnaire a droit à la part des actions nouvellement émises qui correspond à sa participation antérieure (art. 652b al. 1 CO). Ce droit permet à l'actionnaire de garder le même pourcentage de participation au capital social en cas d'augmentation du capital-actions de la jeune société¹⁶⁴⁰. Le droit de souscription préférentiel ne peut être supprimé que pour des justes motifs et ne doit pas désavantager certains actionnaires de manière non fondée (art. 652b al. 2 CO et art. 706b al. 2 ch. 3). Pour que les actionnaires puissent valablement au droit de souscription préférentiel, il faut une majorité d'au moins deux tiers des voix attribuées aux actions représentées et la majorité absolue des valeurs nominales représentées (art. 704 al. 1 ch. 6 CO).

855

Néanmoins, un actionnaire existant pourra être dilué contre son gré, lorsqu'il ne possède pas des fonds suffisants pour participer à une augmentation de capital. Il faut toutefois veiller à respecter les principes d'égalité de traitement et de ménagement dans l'exercice des droits, lorsqu'une augmentation de capital lèse de manière grave et disproportionnée l'actionnaire minoritaire¹⁶⁴¹. A noter enfin que les titulaires de droit d'option ou de conversion sont aussi protégés légalement contre la dilution (art. 653d al. 2 CO).

856

Quand bien même la loi garantit dans une certaine mesure à l'actionnaire de ne pas être dilué, il reste tout à fait possible de renoncer à son droit de souscription préférentielle de manière contractuelle¹⁶⁴². En règle générale, une protection complète est maintenue et accordée dans tous les cas de modifications formelles de la structure du capital, c'est-à-dire des modifications qui ne touchent pas au cercle actionnarial ou aux fonds à disposition de la société (émission d'actions gratuites, *splitting*, conversion d'actions aux porteurs en actions nominatives, etc.)¹⁶⁴³.

857

¹⁶⁴⁰ WYSS, 2. Teil, p. 515.

¹⁶⁴¹ Voir à ce sujet la jurisprudence fédérale TF 4A_531/2017 du 20 février 2018. Dans cet arrêt, une augmentation de capital extrêmement conséquente faisait passer l'actionnaire minoritaire ne pouvant pas y participer de 30% à 2%. Le TF considère que le système de l'agio aurait permis d'injecter les fonds dans la société sans léser pareillement le minoritaire, à qui il donne raison.

¹⁶⁴² SÖDING, *Private Equity*, p. 253.

¹⁶⁴³ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1093.

¹⁶⁴³ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 204.

2. Dilution lors des tours de financement

858 Dans le domaine du *private equity*, et plus particulièrement du financement de jeunes sociétés, le terme « anti-dilution »¹⁶⁴⁴ désigne une protection accordée à un investisseur lorsqu'il subit une dilution particulière, qui n'est pas appréhendé par le droit des sociétés : celle où des actions sont nouvellement émises, typiquement lors d'un nouveau tour de financement, à une valeur se situant en dessous de la valeur qu'il a lui-même payé lors de son apport¹⁶⁴⁵. La valeur nominale importe peu, en définitive. Ce qui est déterminant, c'est le prix par action payé par l'investisseur, qui correspond (ou est censé correspondre, selon la valorisation de la société définie par les parties) à la valeur réelle de l'action. Le fondateur s'engage généralement, en cas de dilution de l'investisseur, à renoncer à son droit de souscription préférentiel au profit de ce dernier¹⁶⁴⁶, et à prendre certaines mesures de compensation que nous abordons ci-après.

859 En principe, en raison de sa croissance et de son développement, la valorisation de la société (*cf.* N 564 ss) monte avec chaque tour de financement. Malheureusement, il arrive que cela ne soit pas le cas, et que la valorisation d'un tour de financement soit inférieure à celle du précédent tour¹⁶⁴⁷, ceci en raison d'une mauvaise valorisation initiale ou de difficultés rencontrées par la société¹⁶⁴⁸. On appelle cette situation un « *down round* »¹⁶⁴⁹. Dans ce cas, lorsqu'une augmentation de capital est effectuée suite au nouveau tour de financement, et que les nouvelles actions sont émises en dessous de leur valeur du tour précédent, alors le premier investisseur (dilué) devrait pouvoir prétendre à un dédommagement. Il existe donc des clauses anti-dilution, permettant de se prémunir contre la dilution qui pourrait avoir lieu lors de nouveaux tours de financement avec une valorisation moindre (« *down round protection* »)¹⁶⁵⁰.

¹⁶⁴⁴ Pour plus de détails quant à la terminologie et l'utilisation de ce terme par les acteurs du financement, *cf.* VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 206 et les références citées.

¹⁶⁴⁵ HÉRITIER LACHAT/CHENAU, p. 1093 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 17, ndbp 37.

¹⁶⁴⁶ SECA, *Shareholders agreement*, p. 17.

¹⁶⁴⁷ BONVIN, *Start-up*, § 15 ; Entretien avec M. HARFOUCHE.

¹⁶⁴⁸ SÖDING, *Private Equity*, p. 253.

¹⁶⁴⁸ HÉRITIER LACHAT/CHENAU, p. 1092.

¹⁶⁴⁹ WENGER, *Venture Capital*, p. 11 ; Entretien avec M. BEAUMONT.

¹⁶⁵⁰ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 132s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 202 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 57. WENGER, *Venture Capital*, p. 24 ; WYSS, 2. Teil, p. 515.

En d'autres termes, une clause anti-dilution réduit le risque d'une mauvaise valorisation¹⁶⁵¹ et protège l'investisseur contre les cas où il a « trop » payé lors de l'investissement initial¹⁶⁵², que ce soit parce que la société a réellement perdu de la valeur, ou parce que la valeur de la société a été surestimée, ou encore parce qu'il a été convaincu par le fondateur d'accepter un prix d'émission trop élevé.

860

Exemple : A choisit d'investir CHF 1 mio dans la jeune société X, en échange de quoi il reçoit 10'000 actions ordinaires. La valeur réelle de l'action est alors de CHF 100. Lors du round de financement suivant, B choisit lui aussi d'investir CHF 1 mio ; cependant, il obtient 20'000 actions ordinaires. La valeur réelle de l'action est alors de CHF 50. Autrement dit, pour le même apport, A n'a obtenu que 10'000 actions alors que B en obtenu le double¹⁶⁵³.

De telles clauses encouragent le fondateur à proposer un prix d'émission le plus exact possible à chaque tour de financement pour éviter l'application des clauses anti-dilution lors des tours de financement suivants¹⁶⁵⁴, ce qui réduit l'asymétrie de l'information entre l'investisseur et le fondateur/*management*. Cela dit, quand bien même le prix d'émission était parfaitement raisonnable lors du premier tour de financement, rien n'exclut que des circonstances ultérieures, externes et indépendantes de la volonté des actionnaires ordinaires ou des investisseurs, aient une influence sur le prix d'émission déterminé à l'occasion des tours de financement subséquents¹⁶⁵⁵. En principe, la clause anti-dilution garantit à l'investisseur de pouvoir obtenir de nouvelles actions en cas d'augmentations de capital, pour que la valeur moyenne de ses actions corresponde à la valeur payée par les autres investisseurs¹⁶⁵⁶.

861

Des mécanismes visant à protéger l'investisseur dilué contre ce type de dilution sont régulièrement mis en place dans le contexte du financement de jeunes sociétés. Nous aborderons la manière dont la compensation est calculée et comment elle est mise en œuvre dans les sections qui suivent.

862

¹⁶⁵¹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 209.

¹⁶⁵² GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 134 ; Entretien avec M. BEAUMONT.

¹⁶⁵³ A la lumière de cet exemple, on s'aperçoit que la valeur nominale des actions n'est tout simplement pas pertinente, si bien que nous renonçons à l'indiquer.

¹⁶⁵⁴ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 135s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 209.

¹⁶⁵⁵ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 136 ; TREZZINI, *Finanzierungsstrukturierung*, p. 256.

¹⁶⁵⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216. Voir aussi GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 135s.

B. Formules de compensation

863 Il existe plusieurs formules permettant de calculer dans quelle mesure un certain investisseur doit obtenir une compensation lors d'une augmentation de capital dilutive. Cette compensation prend la forme de la remise d'un certain nombre d'actions, sans contrepartie ou en échange du paiement de leur valeur nominale¹⁶⁵⁷. Les formules possèdent toutes des appellations anglo-saxonnes, ne trouvant pas d'équivalences en français ou allemand et consistant en des formules mathématiques relativement compliquées ; comme nous le montrons ci-dessous, elles peuvent s'avérer complexes dans certains cas¹⁶⁵⁸. Le niveau de sophistication de ces clauses dépendra bien entendu du type d'investisseurs, du *round* d'investissement et des montants en jeu¹⁶⁵⁹. En pratique, on rencontre principalement deux formules de compensation : la *full ratchet* et la *weighted average*¹⁶⁶⁰.

1. *Full-ratchet*

864 Une clause *full-ratchet* (aussi abrégée « *ratchet* » dans le jargon) en faveur de l'investisseur permet de rééquilibrer sa participation au capital pour éviter qu'il ne soit trop dilué¹⁶⁶¹. Elle peut être modulée de sorte à mettre tous les investisseurs dilués sur un pied d'égalité avec les nouveaux investisseurs, peu importe le moment auquel ils ont décidé d'investir respectivement¹⁶⁶². Le mécanisme de protection anti-dilution appelé « *full ratchet* » est plus simple que le « *weighted average* » (que nous abordons ci-dessous). La formule *full ratchet* permet d'ajuster le prix par actions lors des tours de financement précédents, pour qu'il corresponde au nouveau prix inférieur¹⁶⁶³. Autrement dit, tous les montants investis avant un tour de financement sont protégés face à une éventuelle baisse du prix d'émission de l'action aux tours suivants¹⁶⁶⁴.

Exemple : lors du premier tour de financement, X investit CHF 200'000 : il obtient 10'000 actions au prix unitaire de CHF 20. Au second tour, les négociations mè-

¹⁶⁵⁷ GERIKE, *Vorzugsrechte*, p. 134.

¹⁶⁵⁸ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 884. Voir à ce sujet les pratiques américaines de rééquilibrage, cf. LEIS/JACCARD, p. 138.

¹⁶⁵⁹ Entretien avec M. DUCOMMUN.

¹⁶⁶⁰ GERIKE, *Vorzugsrechte*, p. 136 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 24.

¹⁶⁶¹ GERIKE, *Trade Sale*, p. 148 ; BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 884.

¹⁶⁶² BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 884.

¹⁶⁶³ GERIKE, *Vorzugsrechte*, p. 136 ; FRICK, *Private Equity*, p. 337s. ; TREZZINI, *Finanzierungsstrukturierung*, p. 246.

¹⁶⁶⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 208.

ment à la conclusion que l'action a une valeur de CHF 10. L'application de la clause *full ratchet* permettra à X de recevoir 10'000 actions supplémentaires sans contrepartie, pour que le prix moyen par action corresponde au prix du dernier tour de financement. En l'espèce, X détiendra alors 20'000 actions pour un prix total de CHF 200'000, soit CHF 10 par actions.

L'avantage de la formule *full ratchet* est qu'elle s'applique de la même manière, peu importe les montants levés lors des tours de financement suivants, ce qui n'est pas le cas de la formule *weighted average*¹⁶⁶⁵. La formule *full ratchet* est extrêmement séduisante pour les investisseurs, puisqu'elle protège efficacement leur investissement. Elle est plus difficile à faire accepter à la société ou aux actionnaires ordinaires qui doivent supporter toute baisse de la valeur de l'action¹⁶⁶⁶.

865

De gros problèmes peuvent se poser lorsque le volume du tour de financement suivant est considérablement plus faible qu'aux tours précédents. Il existe en effet le risque que l'investisseur initial tente de monter un nouveau tour de financement à volume très faible avec un prix par action bien trop bas, pour bénéficier de la clause anti-dilution et obtenir un certain nombre d'actions supplémentaires¹⁶⁶⁷. Ce danger peut être évité dans une certaine mesure en prévoyant un volume de financement minimal entraînant l'application de la clause anti-dilution et/ou en plafonnant le nombre maximal d'actions supplémentaires pouvant être remis à l'actionnaire dilué¹⁶⁶⁸.

866

2. *Weighted average*

La méthode du *weighted average ratchet* (« moyenne pondérée », « *gemittelter Ausgleich* »), quoique plus compliquée que la *full ratchet*, permet d'éviter les désavantages mentionnés plus haut et a le mérite de ménager les actionnaires ordinaires, en particulier les fondateurs¹⁶⁶⁹. Cette formule permet de remettre un certain nombre d'actions à l'actionnaire dilué, pour que le prix moyen de toutes ses actions corresponde au prix moyen (valeur réelle) de

867

¹⁶⁶⁵ SECA, *Shareholders agreement*, p. 17, ndbp 38.

¹⁶⁶⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 209 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 137 ; DESTIN, *VC terms*, § 2 ss.

¹⁶⁶⁷ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 137.

¹⁶⁶⁸ *Ibid.*

¹⁶⁶⁹ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 139s.

l'action au sein de du tour de financement dilué et diluant, et ce en fonction de leurs volumes respectifs¹⁶⁷⁰.

- 868 Il existe en sus deux variantes principales de la *weighted average*, selon la base de calcul utilisée, à savoir *broad based*, qui utilise une base pleinement diluée (« *fully diluted basis* », prenant donc en compte toutes les actions émises jusque-là, ainsi le capital conditionnel et les futures entrées au capital qu'il garantit) et la *narrow based* qui ne prend en compte que la répartition actuelle des actions effectivement distribuées¹⁶⁷¹.

3. Calcul

- 869 Nous proposons de nous pencher rapidement sur les formules permettant de calculer le prix moyen dont devrait bénéficier l'investisseur dilué et, partant, le nombre d'actions qui doivent lui être remis pour éviter sa dilution. Nous avons pris le soin d'ajouter certaines valeurs illustratives d'un cas typique de dilution. En ce qui concerne la *narrow based weighted average*, nous renonçons à l'inclure, puisqu'elle diffère peu de la *broad based* : il s'agira simplement de réduire Q1, en soustrayant les actions réservées au capital conditionnel.

¹⁶⁷⁰ FRICK, *Private Equity*, p. 339s. GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 137 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 208 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216 ; WYSS, 2. Teil, p. 516.

¹⁶⁷¹ FRICK, *Private Equity*, p. 340 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 137s. ; LIEBI, *PIPEs*, p. 62s. Voir ce dernier auteur pour la clause de *most favored nation* : « [d]ie *Most-Favored-Nation-Verwässerungsschutzklausel* ist eine Mischung zwischen der *Full-Ratchet-Verwässerungsschutzklausel* und einem vertraglich eingeräumten Wahlrecht zugunsten der bisherigen *PIPEs-Investoren* als *Vorzugsaktionäre*. Sie können entweder verlangen, dass neue *Beteiligungsrechte* nur zu den bisherigen Bedingungen emittiert werden oder dass sie in den Genuss einer *Full-Ratchet-Verwässerungsschutzklausel* kommen. »

Fondateurs et capital conditionnel : 150'000 (= Q1) actions à CHF 1 (valeur nominale) Investisseur dilué (tour dilué) : 100'000 (= Q2) actions à CHF 8 (= P2) Nouvel investisseur (tour diluant) : 100'000 (= Q3) actions à CHF 4 (= P3)			
	<i>Full Ratchet</i>	<i>Weighted average</i>	<i>Broad based weighted average</i>
Prix moyen (=X) (que l'investisseur dilué devrait obtenir)	X = P3	$X = \frac{(P2 * Q2) + (P3 * Q3)}{(Q2 + Q3)}$	$X = \frac{(P2 * [Q1 + Q2]) + (P3 * Q3)}{(Q1 + Q2 + Q3)}$
Résultat	CHF 4	CHF 6	CHF 6.86
Nouvelles actions (devant être remises à l'investisseur dilué)	$\left(\frac{P2}{X} * Q2\right) - Q2$		
Nombre	100'000	33'333	16'788

Inspiré de : LIEBI, *PIPEs*, ndbp 311s. ; WYSS, 2. *Teil*, p. 516.

C. Mise en œuvre de la compensation

Une fois le premier obstacle franchi, à savoir le choix et l'application de la formule pertinente pour déterminer le montant de la compensation, vient le moment de s'interroger sur la mise en œuvre d'une telle compensation, autrement dit qui devra supporter les conséquences de la compensation d'un investisseur. Dans ce qui suit, nous verrons que la compensation peut être supportée par la société, par le fondateur ou par les autres actionnaires. Il faut savoir que le fait de diluer les actionnaires existants (qu'il s'agisse d'investisseurs, du *management* ou des fondateurs) peut faire hésiter un nouvel investisseur quant à son engagement. En effet, ce dernier n'a aucun intérêt à ce que les actionnaires ordinaires soient frustrés par leur devoir de compenser la dilution de l'investisseur précédent¹⁶⁷².

¹⁶⁷² GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 139.

1. Par la société

- 872 La première possibilité est que la société transfère des actions propres (si elle en dispose) à l'investisseur dilué et ce sans contrepartie¹⁶⁷³. Pour ce faire, les parties doivent convenir de la création d'un capital conditionnel, passant donc par le biais d'une décision d'augmentation conditionnelle du capital¹⁶⁷⁴. Il faut en outre prévoir une option d'achat en faveur de l'investisseur dilué, à l'encontre de la société¹⁶⁷⁵.
- 873 On peut aussi penser à l'émission d'actions gratuites, en augmentant le capital par la conversion de fonds propres librement disponibles ; une telle augmentation ne donne lieu à aucun accroissement de la fortune sociale. Les actions sont dites gratuites en tant qu'elles sont remises aux actionnaires sans contre-prestation sous la forme d'une libération en espèces¹⁶⁷⁶.
- 874 Les fondateurs pourront enfin effectuer une augmentation de capital compensatoire¹⁶⁷⁷. L'investisseur dilué sera généralement autorisé à souscrire le nombre d'actions requis à leur valeur nominale et non à leur prix d'émission¹⁶⁷⁸. Dans ce cas-là, il est recommandé de prendre cela en compte lors du calcul de la compensation, même si on tend à y renoncer en pratique¹⁶⁷⁹. La compensation peut prendre place par l'augmentation du capital ayant lieu après un tour de financement, ou alors bien plus tard, lorsque les actions privilégiées de l'investisseur sont converties en actions ordinaires, par exemple avant une entrée en bourse ou la vente de l'entreprise¹⁶⁸⁰. Dans ces deux cas, il est extrêmement important que les autres actionnaires renoncent, déjà dans la convention d'actionnaires, à leur droit de souscription préférentiel¹⁶⁸¹.
- 875 On pourrait enfin imaginer que la jeune société propose à l'investisseur dilué de lui remettre un certain nombre de bons de jouissance, en lieu et place de

¹⁶⁷³ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 57 ; WYSS, 2. *Teil*, p. 516. Pour le rachat d'actions propres, cf. IFFLAND, *Rachat*, p. 52 ss.

¹⁶⁷⁴ HAYMANN/REUTTER, p. 781. Voir aussi ATF 121 III 219, JdT 1996 I 162, consid. 5a : « l'assemblée générale a l'obligation de déterminer si, et le cas échéant quel nombre maximal d'actions parmi celles créées au moyen de l'augmentation conditionnelle de capital, doivent être mises à disposition et de quel groupe elles doivent l'être ».

¹⁶⁷⁵ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 884.

¹⁶⁷⁶ ATF 122 V 178, consid. 4a et les références citées.

¹⁶⁷⁷ Terme emprunté à PHILIPPIN/LOEPFE, p. 300. Voir aussi WENGER/SPECK, p. 188s.

¹⁶⁷⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216.

¹⁶⁷⁹ WYSS, 2. *Teil*, p. 516, ainsi que ndbp 3.

¹⁶⁸⁰ WYSS, 2. *Teil*, p. 516.

¹⁶⁸¹ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 339 ; WYSS, 2. *Teil*, p. 516.

nouvelles actions. Sans réellement pallier la dilution subie par ce dernier, cela lui assure, dans une certaine mesure, de pouvoir bénéficier plus largement de certains droits financiers (dividendes, droit préférentiel de souscription, droit à une part de liquidation, *cf.* art. 657 al. 2 CO). Les bons de jouissance doivent être prévus par les statuts et sont émis unilatéralement par la société¹⁶⁸². L'illiquidité d'éventuels bons de jouissance reste toutefois un obstacle de taille, notamment dans la stratégie d'*exit* de l'investisseur. Il est évident que ce dernier préférera vendre un paquet d'actions identiques, plutôt qu'un certain nombre d'actions et de bons de jouissance, par exemple en cas de *trade sale*. Selon nous, la remise de bons de jouissance peut être particulièrement opportune lorsqu'elle octroie uniquement un droit de souscription préférentiel sur un certain nombre d'actions et à un certain prix, permettant à l'investisseur dilué de remédier à sa dilution, s'il le souhaite, lors d'un futur tour de financement.

2. Par les fondateurs

Autre possibilité : les fondateurs¹⁶⁸³ s'engagent, en octroyant une option d'achat à l'investisseur, à lui transférer un certain nombre de leurs parts sociales, pour compenser d'éventuelles différences de prix d'émission entre chaque tour de financement¹⁶⁸⁴. Ils le feront gratuitement ou à leur valeur nominale¹⁶⁸⁵. Avec une telle clause, c'est au fondateur qu'est transféré le risque d'avoir sous-estimé la valeur de l'action lors des premiers tours de financement¹⁶⁸⁶. Il est fortement improbable que le fondateur possède les fonds nécessaires pour participer aux tours de financements successifs ; de ce fait, il est absolument primordial que les fondateurs se rendent compte des potentiels effets négatifs que cette clause peut avoir¹⁶⁸⁷. Une telle situation, certes désavantageuse, ne doit pas être prise trop à cœur par le fondateur. En effet, « personne n'est jamais mort de dilution »¹⁶⁸⁸. Néanmoins, les bailleurs de fonds doivent aussi se rendre compte qu'une dilution trop forte du fondateur, qui a souvent un rôle clé dans le développement de l'idée porteuse, aboutira généralement à une grande frustration chez ce dernier, ce qui peut lui ôter toute mo-

876

¹⁶⁸² CR CO II-Trigo Trindade, art. 657 N 8 et 14.

¹⁶⁸³ Ou tout autre actionnaire (*management* ou les autres investisseurs).

¹⁶⁸⁴ S'il existe des restrictions de transmissibilité statutaires (art. 685a CO), il va sans dire que ce transfert sera approuvé par la société, dont le conseil d'administration est, rappelons-le, essentiellement composé des fondateurs et des investisseurs.

¹⁶⁸⁵ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 884s.

¹⁶⁸⁶ BONVIN, *Start-up*, § 18 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216 ; WYSS, 2. Teil, p. 515.

¹⁶⁸⁷ WYSS, 2. Teil, p. 515.

¹⁶⁸⁸ Entretien avec M. DUTHEIL.

tivation dans la poursuite de l'aventure. En général, il reste admis que la charge liée à la compensation de l'investisseur ne devrait pas reposer uniquement sur les épaules du fondateur, mais soit supportée conjointement par la société et/ou d'autres actionnaires¹⁶⁸⁹.

D. Conditions à la compensation

877 Il est tout à fait possible de convenir que la protection anti-dilution – et la compensation en découlant – soient soumises à certaines conditions. Par exemple, il existe des clauses « *pay-to-play* » qui permettent à l'investisseur d'être compensé uniquement s'il prend part au tour de financement ultérieur¹⁶⁹⁰. On peut convenir qu'il doit non seulement participer au tour de financement ultérieur, mais qu'il doit le faire de manière proportionnelle à son premier investissement. Il peut aussi être convenu que les actions privilégiées obtenues au tour de financement précédent seront converties en actions ordinaires si l'investisseur ne participe pas au tour de financement suivant¹⁶⁹¹. Les clauses *pay-to-play* présentent l'avantage de favoriser l'investissement lorsqu'il est nécessaire. Cependant, c'est une clause qui peut retenir l'investisseur, en ce sens qu'il doit être certain d'être en mesure, financièrement, de pouvoir continuer son investissement lors de potentiels *down-rounds*. Les clauses de *pay-to-play* ne sont en règle générale convenues que lors du tour B¹⁶⁹² ; enfin, la clause *pay-to-play* peut prévoir que l'actionnaire privilégié qui ne participe pas à un tour de financement perd ses droits préférentiels, notamment en ce qui concerne le produit de vente de la société¹⁶⁹³. Encore faut-il parvenir à faire accepter de telles clauses à l'investisseur.

878 Certaines conditions temporelles peuvent aussi être définies par les parties. Par exemple, on peut convenir que ce type de clauses anti-dilution ne s'applique que pendant un an, ou seulement aux deux prochains tours de financement.

¹⁶⁸⁹ Entretien avec M. DUCOMMUN.

¹⁶⁹⁰ TRIPPEL/JAISLI KULL, p. 205 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 29 ; WYSS, 2. Teil, p. 516.

¹⁶⁹¹ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 140.

¹⁶⁹² GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 141.

¹⁶⁹³ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 125.

III. Transfert des actions

Dans le contexte entrepreneurial des jeunes sociétés, il est absolument primordial de maîtriser le cercle actionnarial¹⁶⁹⁴. Alors que le fondateur souhaite notamment éviter la présence de concurrents¹⁶⁹⁵, l'investisseur souhaitera, lui, pouvoir disposer de ses parts comme bon lui semble (en d'autres termes, améliorer la liquidité de ses parts) et s'assurer que le fondateur reste engagé (et qu'il conserve donc ses titres). Les deux parties voudront en outre éviter l'arrivée de tiers indésirables et/ou incompetents¹⁶⁹⁶, voire malveillants.

879

Il est donc important de savoir qui sont les actionnaires, d'être certain que ces derniers le resteront ou qu'ils ne seront, le cas échéant, pas remplacés par n'importe qui¹⁶⁹⁷. Ainsi seront assurées une certaine stabilité et longévité de l'actionnariat, bénéfiques pour toutes les parties impliquées : elles ne courent pas le risque qu'un nouvel actionnaire avec des objectifs et attentes totalement différents des leurs, entre à l'actionnariat, qui plus est sans être lié par la convention d'actionnaires¹⁶⁹⁸.

880

La définition du transfert est large, puisqu'elle inclut la vente, mais aussi notamment la donation, la cession des actions suite au décès de leur propriétaire ou le nantissement¹⁶⁹⁹. En l'absence de restrictions légales, il conviendra d'allier efficacement et de manière cohérente les restrictions statutaires et conventionnelles¹⁷⁰⁰.

881

A. Restrictions légales

Il n'existe, en droit suisse, aucune restriction de transmissibilité des actions¹⁷⁰¹. Ainsi, à défaut de convention contraire entre les parties ou de clause statutaire, les actions d'une société peuvent être librement transmises à un quelconque tiers par un simple endossement (art. 684 al. 2 CO), ou par une cession écrite lorsque les actions n'ont pas été émises (art. 973c al. 4 CO). C'est l'art. 684 al. 1 CO qui établit ce principe : « [s]auf disposition contraire

882

¹⁶⁹⁴ BÖCKLI/MORSCHER, p. 53 ; FREY, *Investment agreement*, p. 34 ; HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 91 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 185 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 210 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 27s.

¹⁶⁹⁵ BONVIN, *Capital-risque*, § 10.

¹⁶⁹⁶ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1089s.

¹⁶⁹⁷ HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 91 ; WYSS, 2. Teil, p. 514.

¹⁶⁹⁸ SÖDING, *Private Equity*, p. 372.

¹⁶⁹⁹ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1086.

¹⁷⁰⁰ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1089.

¹⁷⁰¹ KÄSER, *AG und GmbH*, p. 96.

de la loi ou des statuts, les actions nominatives sont librement transmissibles ». La seule restriction légale en droit suisse se trouve à l'art. 685 CO, qui prévoit que les actions nominatives n'ayant pas été intégralement libérées ne peuvent être transférées qu'avec l'approbation de la société.

- 883 Le régime légal suisse prévoit donc une liberté quasi-totale des actionnaires de transférer leur participation. Cela signifie qu'un actionnaire pourra aliéner ses actions comme bon lui semble ; toutefois, cela signifie aussi que ni lui, ni la société ne pourront s'opposer à ce qu'un autre actionnaire cède ses parts à un tiers¹⁷⁰².

B. Restrictions statutaires et conventionnelles

- 884 Pour remédier à cette liberté immense que le droit suisse accordé à l'actionnaire quant au transfert de ses parts, les parties au financement (fondateurs et investisseurs) pourront édicter diverses restrictions statutaires. Parallèlement et de manière conventionnelle, les parties s'engageront à ne pas grever les actions et à ne pas les transférer (ou les transférer uniquement à certaines conditions)¹⁷⁰³. Pour chaque cas, on pensera toutefois à prévoir les conséquences quant à la transférabilité des actions en cas de décès, d'insolvabilité ou de faillite, de violation de la convention d'actionnaires ou de l'extinction des rapports de travail¹⁷⁰⁴.
- 885 L'avantage des restrictions statutaires – par rapport aux restrictions conventionnelles – est qu'elles revêtent des effets « quasi-réels »¹⁷⁰⁵, en ce sens qu'à défaut d'approbation de la société au transfert souhaité, ni les actions ni les droits attachés ne sont transférés au tiers qui espérait entrer à l'actionnariat¹⁷⁰⁶. Les restrictions conventionnelles, quant à elle, ne peuvent empêcher une partie d'aliéner valablement – au regard du droit des sociétés et du droit réel suisse – ses titres de participation, ceci même si ce transfert viole la convention d'actionnaires¹⁷⁰⁷. Elles permettent toutefois une liberté beaucoup plus étendue en ce qui concerne les conditions, modalités et mécanismes des droits d'acquisition, respectivement obligations de reprise. Il est donc fortement

¹⁷⁰² VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 219.

¹⁷⁰³ SECA, *Shareholders agreement*, p. 20.

¹⁷⁰⁴ WENGER/SPECK, p. 194s.

¹⁷⁰⁵ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 251.

¹⁷⁰⁶ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 267 ss ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 251.

¹⁷⁰⁷ *Ibid.*

recommandé de recourir aux deux types de restrictions en parallèle¹⁷⁰⁸, pour bénéficier simultanément de la limitation de transmissibilité statutairement renforcée et de la marge d'aménagement étendue découlant de la liberté contractuelle.

Il est possible de poser des restrictions objectives sur la transmissibilité des actions quant à la personnalité, le profil et/ou le patrimoine de l'acquéreur. Cela permet d'empêcher des concurrents d'entrer à l'actionnariat, ou d'exiger que d'éventuels nouveaux actionnaires possèdent des ressources financières importantes¹⁷⁰⁹. Il existe également des restrictions subjectives : on soumet alors le transfert à l'approbation de la société et/ou des actionnaires. Il est possible d'exiger de l'actionnaire désirant aliéner ses titres de participation qu'il obtienne en premier lieu le feu vert de la part de la société et/ou de la part de l'assemblée générale¹⁷¹⁰. Les deux types de restrictions susmentionnés (objectives et subjectives) peuvent être mis en place au niveau statutaire, mais aussi à l'échelon conventionnel. Il convient enfin de mentionner qu'il n'existe, pour ainsi dire, pas de jurisprudence à ce sujet, les tribunaux ayant rarement été appelés à se prononcer sur la validité des critères de restrictions de transmissibilité. Les considérations qui suivent découlent donc largement du consensus doctrinal, à ce jour solidement établi et uniforme¹⁷¹¹.

886

1. Agrément

Il est possible de faire figurer dans les statuts une restriction à la transmissibilité des actions nominatives au sens de l'art. 685a CO (« clause d'agrément »¹⁷¹², « *Vinkulierung* »). La clause d'agrément aura pour effet de subordonner le transfert des actions nominatives à l'approbation de la société (art. 685a al. 1 CO) ; il s'agit en principe du conseil d'administration (art. 716 al. 1 CO) mais il peut aussi s'agir, si les statuts le prévoient, de l'assemblée générale¹⁷¹³. La société peut refuser en invoquant un juste motif, qui doit être

887

¹⁷⁰⁸ KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 159.

¹⁷⁰⁹ SÖDING, *Private Equity*, p. 372.

¹⁷¹⁰ *Ibid.*

¹⁷¹¹ Voir à ce sujet, BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 685b N 2 ss ; BÖCKLI Peter, *Aktionärbindungsverträge, Vinkulierung und statutarische Vorkaufsrechte unter neuem Aktienrecht*, ZBJV 1993, p. 475 ss ; CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 685b N 13 ss ; DEFFERRARD Francine, *Le transfert des actions nominatives non liées*, thèse Fribourg 1999, p. 125 ss ; KLÄY Hanspeter, *Die Vinkulierung*, thèse Bâle 1997 ; KUHN Rolf, *Le transfert d'actions nominatives liées*, TREX 01/2011, pp. 46-49.

¹⁷¹² MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 185 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 305.

¹⁷¹³ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 685b N 40.

prévu dans les statuts (art. 685b al. 1 CO) ou en proposant de reprendre les actions à leur valeur réelle pour son propre compte ou pour le compte d'autres actionnaires¹⁷¹⁴. Tant que l'approbation nécessaire au transfert des actions n'est pas donnée, la propriété des actions et tous les droits en découlant restent à l'aliénateur (art. 685c al. 1 CO). Les justes motifs statutaires de refus doivent être décrits de manière suffisamment précise dans les statuts, pour permettre à tout acquéreur potentiel de déterminer, en consultant ces statuts, s'il sera ou non agréé. A défaut de précisions suffisantes, les motifs ne pourront pas être opposés à l'acquéreur ; c'est le cas en présence « d'une formule générale [qui] se contente de renvoyer aux dispositions légales ou de les paraphraser »¹⁷¹⁵.

888 En dehors des cas de justes motifs ou de clause échappatoire, les statuts ne peuvent pas rendre plus sévères les conditions de transfert (art. 685b al. 7 CO). Comme le relèvent plusieurs auteurs et en l'absence de jurisprudence à ce sujet, il ne serait pas acceptable de faire dépendre l'approbation de la société du fait que le tiers-acquéreur devienne partie à la convention d'actionnaires¹⁷¹⁶. Il est toutefois possible de faire figurer une telle condition dans la convention d'actionnaires¹⁷¹⁷, en ce sens que la vente des actions est approuvée par les autres actionnaires, pour autant que l'acquéreur accepte de se soumettre à la convention d'actionnaires existante. Il faut veiller à prévoir certaines exceptions, par exemple lorsque l'actionnaire fait partie d'un groupe et qu'il souhaite transférer sa participation à une autre société du groupe¹⁷¹⁸.

889 En ce qui concerne les jeunes sociétés, nous recommandons de faire figurer une clause d'agrément dans les statuts, permettant d'empêcher l'arrivée de concurrents ou de tout tiers risquant de freiner le développement de la jeune société, et plus généralement d'empêcher la réalisation du but social. Une telle clause permet de protéger efficacement le capital ainsi que le cercle actionnarial et de s'assurer que le conseil d'administration aura le dernier mot lorsqu'un actionnaire souhaite se séparer de ses actions. Selon nous, une telle clause a un rôle de garde-fou. Rappelons-le, le financement de jeunes sociétés est un processus principalement consensuel et la convention d'actionnaires sera en règle générale respectée par les parties. Mais si, le cas échéant, un

¹⁷¹⁴ Comme le formule sobrement BÖCKLI, « *Geld oder Grund* », cf. BÖCKLI, *Aktionärbindungsverträge*, p. 488. Voir aussi KÄSER, *AG und GmbH*, p. 96 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 185 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 305.

¹⁷¹⁵ Tribunal du district de l'Entremont, TDENT-C1-12-9 du 9 septembre 2014, consid. 3a.

¹⁷¹⁶ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 683 ; BSK OR II-OERTLE/WOLF/DU PASQUIER, Art. 685b N 17 ss ; SÖDING, *Private Equity*, p. 373 ; TREZZINI, *Finanzierungsstrukturierung*, p. 220.

¹⁷¹⁷ KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 159.

¹⁷¹⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 219.

actionnaire devait s'écarter de ladite convention et tenter de céder ses parts, la clause d'agrément se dresserait comme dernier rempart et permettrait d'invalidier un tel transfert.

a. Justes motifs

En son alinéa second, l'art. 685b CO prévoit que « sont considérés comme justes motifs les dispositions concernant la composition du cercle des actionnaires qui justifient un refus eu égard au but social ou à l'indépendance économique de l'entreprise ». Il convient, selon nous, de distinguer la composition de l'actionnariat, la protection du but social et l'indépendance économique.

890

En ce qui concerne le profil du tiers-acquéreur et en l'absence de jurisprudence à ce sujet, le consensus doctrinal considère comme des justes motifs acceptables la non-appartenance à une certaine famille¹⁷¹⁹ (ce qui prend toute son importance dans les sociétés de famille), le fait de ne pas être domicilié en Suisse, le manque de qualifications professionnelles ou encore le fait d'être une personne morale¹⁷²⁰. Pour la protection du but social, il est admis que la société peut refuser l'aliénation des actions lorsqu'il est avéré que l'acquéreur est un concurrent et/ou qu'il s'oppose à la réalisation du but social¹⁷²¹. Enfin, le désir de sauvegarder l'indépendance économique justifie le refus de la société, lorsqu'un groupe de sociétés souhaite entrer à l'actionnariat ou qu'un actionnaire existant risquerait d'obtenir une participation trop élevée ; un tel seuil, calculé en pourcentage du capital-actions, doit être inscrit dans les statuts¹⁷²². Le fait que le tiers-acquéreur ne soit pas indépendant ou ne déclare pas expressément qu'il reprend les actions pour son propre compte sont aussi des justes motifs acceptables. En revanche, la société ne peut pas refuser le transfert sous prétexte qu'elle ne possède pas les moyens de racheter les actions à leur valeur réelle au sens de l'art. 685b al. 4 CO ou en invoquant une

891

¹⁷¹⁹ Du même avis, BÖCKLI, *Aktionärbindungsverträge*, p. 490 ; DEFFERRARD, *Restrictions*, p. 5. *Contra* CR CO II-TRIGO TRINDEADE, art. 685b N 17 ; KLÄY, *Vinkulierung*, p. 172 ss.

¹⁷²⁰ BSK OR II-OERTLE/WOLF/DU PASQUIER, art. 685b N 5 ss ; CR CO II-TRIGO TRINDEADE, art. 685b N 12 ss ; DEFFERRARD, *Restrictions*, p. 5.

¹⁷²¹ BSK OR II-OERTLE/WOLF/DU PASQUIER, Art. 685b N 5.

¹⁷²² BSK OR II-OERTLE/WOLF/DU PASQUIER, Art. 685b N 6. Par exemple, il est possible de prévoir que la société sera en droit de refuser un transfert d'actions lorsque cela permet à un actionnaire d'obtenir plus de 9.5% du capital-actions de la société, cf. TF 4C.35/2007 du 18 avril 2007.

simple volonté de maintenir les rapports de force actuels entre les minorités et les majorités¹⁷²³.

b. Clause échappatoire

892 Plutôt que de refuser le transfert en invoquant un juste motif, la société peut aussi choisir de simplement reprendre les actions « pour son propre compte ou pour le compte d'autres actionnaires ou pour celui de tiers à leur valeur réelle¹⁷²⁴ au moment de la requête » (art. 685b al. 1 CO). Il s'agit là d'une clause échappatoire (« *escape clause* », « *Ausweichklausel* »)¹⁷²⁵. Dans un tel cas, la société n'a pas besoin de motiver sa décision¹⁷²⁶. Elle doit rester attentive à respecter l'égalité de traitement ; il est inadmissible d'invoquer la clause échappatoire si c'est uniquement pour défavoriser – respectivement favoriser – un actionnaire ou un groupe d'actionnaires¹⁷²⁷.

893 Les très jeunes sociétés, elles, ne pourront que rarement se permettre de racheter les actions, en raison du fait qu'elles sont encore très pauvres¹⁷²⁸. C'est ainsi dans la majorité des cas les autres actionnaires ou groupes d'actionnaires qui reprendront les actions, si cette reprise est financièrement envisageable. Il est bon de rappeler que cette clause ne sera que rarement mise à contribution : d'autres droits d'acquisition sont systématiquement mis en place en amont, au niveau contractuel, obligeant les actionnaires parties à la convention.

2. Lock-up

894 La clause la plus stricte est celle du « *lock-up* »¹⁷²⁹ (« interdiction d'aliénation », « *Veräußerungsverbot* »), interdisant de manière absolue à l'actionnaire d'aliéner sa participation à quiconque pendant un certain temps¹⁷³⁰. Cette mesure, extrêmement restrictive, peut être choisie pour con-

¹⁷²³ DEFFERRARD, *Restrictions*, p. 7.

¹⁷²⁴ Quant au processus permettant de déterminer la valeur réelle, cf. ATF 120 II 259, JdT 1995 I 208, consid. 2 ; JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 357 ss. Il doit en tous les cas s'agir d'une indemnisation intégrale (« *volle Entschädigung* »), cf. TF 4C.363/2000 du 3 avril 2001, consid. 3b.

¹⁷²⁵ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 586.

¹⁷²⁶ SÖDING, *Private Equity*, p. 373.

¹⁷²⁷ Voir à ce sujet, TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003.

¹⁷²⁸ KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 163.

¹⁷²⁹ Parfois aussi formulé « *lock-in* », cf. KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 162.

¹⁷³⁰ FRICK, *Private Equity*, p. 391 ; GERHARD, *Exit*, p. 105 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 142 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 226 et 289.

trôler l'actionnariat de manière péremptoire durant l'investissement¹⁷³¹. Une telle clause est aussi fréquemment utilisée pour les cas de cotation en bourse (cf. N 1067 ss) ou pour s'assurer que les fondateurs/*management* conservent leurs actions pendant une certaine durée¹⁷³² ; d'autres mécanismes plus doux, comme le *vesting*, peuvent également être mis en place (cf. N 1106). On peut définir une durée fixe, ou alors décider que la clause de *lock-up* entre en vigueur, respectivement cesse de s'appliquer, lorsque certaines conditions sont remplies. Attention à ne pas imposer une restriction de trop longue durée, sous peine de se retrouver dans un cas d'engagement excessif au sens de l'art. 27 CC : on préconise une durée de trois à cinq ans, qui pourrait selon nous aller jusqu'à dix ans¹⁷³³. Au-delà, il s'agira de déterminer si engagement excessif il y a selon les circonstances particulières ; le TF précise à cet égard que l'engagement est excessif lorsqu'il « livre celui qui s'est obligé à l'arbitraire de son cocontractant, supprime sa liberté économique ou la limite dans une mesure telle que les bases de son existence économique sont mises en danger »¹⁷³⁴.

Bien entendu, la clause de *lock-up* est purement contractuelle et ne peut pas figurer dans les statuts¹⁷³⁵, en ce qu'elle irait à l'encontre de l'art. 680 al. 1 CO. Comme expliqué précédemment, une clause d'agrément permettra d'empêcher l'aliénateur de transférer la propriété de ses actions, ce qui assure indirectement le respect de la clause de *lock-up*.

895

Il faudra éviter que la clause de *lock-up* entre en conflit avec d'autres droits d'acquisition. Par exemple, un droit d'emption à l'encontre d'un actionnaire, lui-même déjà bloqué par une clause de *lock-up*, aboutirait à une situation burlesque et paradoxale¹⁷³⁶.

896

Enfin, d'un point de vue pratique, le respect de la clause de *lock-up* avant une introduction en bourse est généralement assuré par un *escrow agreement*¹⁷³⁷. Il s'agit là d'une consignation des actions, à titre de garantie ou de sûretés, sous la forme d'un dépôt ordinaire¹⁷³⁸ (art. 472 à 480 CO) effectué auprès d'un tiers

897

¹⁷³¹ SÖDING, *Private Equity*, p. 372 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 285.

¹⁷³² VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 228.

¹⁷³³ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1089. Voir aussi ATF 114 II 159, JdT 1989 I 2, consid. 2 sur les contrats « éternels ».

¹⁷³⁴ ATF 123 III 337, consid. 5.

¹⁷³⁵ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 228.

¹⁷³⁶ *Ibid.*

¹⁷³⁷ ROUILLER, *International Business Law*, p. 481.

¹⁷³⁸ RVJ 2017 199 (TCV C1 15 156 du 4 avril 2016).

(*escrow agent*)¹⁷³⁹. Comme nous le verrons (*cf.* N 1060), pour une cotation sur le *SIX Swiss Exchange*, une telle interdiction d'aliénation est imposée à la société, aux actionnaires et au *management*, lorsque la société existe depuis moins de trois ans (art. 11 RC).

3. Acquisition préférentielle

898 Au niveau contractuel, on pourra prévoir certains droits d'acquisition (ou obligations de reprise) en faveur de la société ou de certains actionnaires ; ces droits permettront au bénéficiaire d'acquérir en priorité les titres de participation d'un actionnaire souhaitant s'en séparer ou de pouvoir imposer son désir de transférer les titres qu'il détient. De telles clauses permettront de compléter efficacement les restrictions statutaires de transmissibilité, que certains auteurs considèrent comme n'allant pas encore assez dans les détails¹⁷⁴⁰. Au vu de l'importance de tels droits d'acquisition dans les conventions de financement, nous y consacrons une section entière ci-dessous.

C. Droits d'acquisition

899 Prévoir des droits préférentiels d'acquisition¹⁷⁴¹ (aussi « droits d'acquisition préférentielle »¹⁷⁴², « *Erwerbsberechtigungen* »), voire des obligations d'acquisition, permet de contrôler le cercle d'actionnaires et les rapports de force en son sein¹⁷⁴³, et d'éviter qu'un nouvel actionnaire ne perturbe le cercle actionnarial comme une « comète incontrôlable »¹⁷⁴⁴. Cette pratique est considérée comme admissible en droit suisse¹⁷⁴⁵, et est souvent utilisée dans les entreprises familiales et les jeunes sociétés¹⁷⁴⁶.

¹⁷³⁹ Pour plus de détails sur l'*escrow agreement*, EISENHUT Stefan, *Escrow-Verhältnisse : das Escrow Agreement und ähnliche Sicherungsgeschäfte*, thèse Bâle 2008.

¹⁷⁴⁰ Notamment FRICK, *Private Equity*, p. 355 ; GRONER, *Private Equity-Recht*, p. 321 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1089.

¹⁷⁴¹ Dans un but de simplification, nous utiliserons le terme « droit d'acquisitions » dans la suite du travail, pour désigner tout type de droits et/ou devoirs de céder, vendre, acheter ou reprendre les actions, prévus par une convention contractuelle.

¹⁷⁴² HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1090.

¹⁷⁴³ FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 395 ; FREY, *Investment agreement*, p. 35.

¹⁷⁴⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 230, trad. libre.

¹⁷⁴⁵ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 280 ss ; DOHM, *Accords*, p. 91 ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 113 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 249.

¹⁷⁴⁶ KÄSER, *AG und GmbH*, p. 96s.

Les droits d'acquisition permettent notamment d'améliorer les possibilités d'*exit*, ou au contraire de forcer le désengagement de certains actionnaires. On pense par exemple à de possibles droits d'emption portant sur la participation des trois F, à des clauses de *drag along* obligeant l'actionnaire minoritaire à vendre ses actions aux côtés de l'autre partie, ou encore au droit de se délester de sa participation lorsque certains objectifs n'ont pas été atteints.

900

1. Généralités

Les droits d'acquisition sont conférés à une partie au moyen d'un pacte – ou clause – d'option, au sein de la convention d'actionnaires. Un tel pacte « confère au bénéficiaire la faculté de former ou de prolonger, de sa propre volonté, un rapport d'obligation dont l'objet a été convenu avec l'autre partie »¹⁷⁴⁷. Comme l'a précisé la jurisprudence fédérale, le pacte d'option n'est pas toujours bilatéral¹⁷⁴⁸.

901

a. Titres concernés

Les divers droits d'acquisition portent en règle générale sur la totalité des actions détenues, mais aussi sur celles potentiellement détenues à l'avenir, suite à une augmentation de capital par exemple¹⁷⁴⁹. D'autres modulations peuvent être définies : on peut faire porter ces droits sur une portion des actions détenues (par exemple 75%), sur le genre d'actions (par exemple uniquement les actions à droit de vote privilégié) ou encore sur d'éventuels bons de participation.

902

b. Bénéficiaires

La convention d'actionnaires précisera généralement les bénéficiaires des droits d'acquisition et leur ordre de priorité. Par exemple, lorsqu'un actionnaire souhaite se désengager et aliéner ses actions, il pourrait être convenu qu'il devra en premier lieu les proposer aux investisseurs, puis à la société si ces derniers ne sont pas intéressés, puis enfin aux actionnaires ordinaires¹⁷⁵⁰.

903

¹⁷⁴⁷ ATF 113 II 31, JdT 1988 I 20 consid. 2a.

¹⁷⁴⁸ *Ibid.*

¹⁷⁴⁹ GERHARD, *Exit*, p. 115.

¹⁷⁵⁰ SECA, *Shareholders agreement*, p. 20s.

c. Événement déclencheur

- 904 Il convient de préciser à quel moment et par la survenance de quel(s) événement(s) les droits d'acquisition peuvent être exercés (« *triggering event* »)¹⁷⁵¹. Les parties peuvent librement déterminer ces éléments (art. 151 CO). En général, il s'agira de la volonté de transférer des actions, des cas de décès ou d'incapacité de jugement durable, de faillite personnelle ou de saisies, de la fin du contrat de travail ou de mandat ou de la commission de certains actes criminels¹⁷⁵². Enfin, on peut prévoir qu'une partie peut exercer ses droits d'acquisition lorsque l'autre partie a violé la convention d'actionnaire¹⁷⁵³. Le droit d'acquisition prend alors une dimension punitive (*cf.* N 1205).
- 905 Le droit d'acquisition peut aussi être soumis à des conditions suspensives ou résolutoires (art. 151 et 154 CO). On peut alors imaginer que l'exercice du droit est rendu possible (ou impossible) lors de la survenance (ou la non-survenance) de certains événements, ou de la réalisation (ou non-réalisation) de certains objectifs ou *milestones*¹⁷⁵⁴.
- 906 *A contrario*, il est conseillé de prévoir expressément que certains événements ne déclencheront pas la possibilité d'exercer certains droits d'acquisition. En d'autres termes, on pourra définir certains « transferts autorisés »¹⁷⁵⁵, comme par exemple la vente d'actions à un nouveau membre du *management* ou le transfert de parts au sein d'un même groupe de sociétés ou à une *holding* totalement détenue par l'actionnaire transférant¹⁷⁵⁶ : dans de tels cas, le bénéficiaire économique ne change pas, ce qui justifie un tel régime. Les parties gardent bien entendu toujours la possibilité d'accepter un transfert ponctuel, d'un commun accord.
- 907 Enfin, dans certains conflits, notamment dans les situations de blocages, certains droits d'acquisition peuvent être octroyés à l'une ou l'autre partie, selon des mécanismes que nous étudierons dans la suite du présent travail (*cf.* N 1153). De tels droits peuvent aussi être utilisés pour punir une partie qui

¹⁷⁵¹ SECA, *Shareholders agreement*, p. 26s.

¹⁷⁵² KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 204 ; LEIS/JACCARD, p. 136 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 255 et les références citées ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 26s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 276.

¹⁷⁵³ KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 204 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 255 et les références citées ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 26s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 276.

¹⁷⁵⁴ GERHARD, *Exit*, p. 127 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 260 et 265.

¹⁷⁵⁵ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1062.

¹⁷⁵⁶ SECA, *Shareholders agreement*, p. 20, ndbp 42 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 270.

n'aurait pas respecté la convention et la forcer à séparer de ses titres à des prix trop bas, respectivement acquérir des titres à des prix élevés (*cf.* N 1205).

d. Délai

Il est conseillé de prévoir expressément un délai à appliquer lors de l'exercice des droits d'acquisition dans la convention d'actionnaires, pour éviter les périodes d'incertitude¹⁷⁵⁷. On prévoira aussi le moment à partir duquel le délai commence à courir, la manière d'effectuer la notification et son contenu¹⁷⁵⁸. En pratique, on considère qu'un délai de 30 jours est suffisant¹⁷⁵⁹, mais il revient évidemment aux parties de choisir le délai qu'elles considèrent comme optimal. À défaut, ce sont les art. 681a al. 2 CC et 216e CO qui s'appliqueront (par analogie) pour déterminer ce délai¹⁷⁶⁰. Ainsi, le vendeur doit informer aussi tôt que possible le titulaire des droits d'acquisition de son intention de conclure un contrat de vente et du contenu dudit contrat. Le titulaire doit alors se manifester dans les trois mois après qu'il a été informé par le vendeur.

908

e. Durée

Concernant la durée maximale sur laquelle ces droits d'acquisition peuvent s'appliquer, il est admis que la seule limite existante est celle de l'engagement excessif au sens de l'art. 27 CC. Ils peuvent ainsi s'étendre sur une durée allant jusqu'à 10 ans¹⁷⁶¹. Au-delà, le risque d'engagement excessif apparaît, car la jurisprudence fédérale n'a jamais établi de « limite rigide »¹⁷⁶². Une durée supérieure pourrait donc être acceptée, mais avec plus de retenue et lorsque les circonstances le justifient¹⁷⁶³ : à notre sens, cela pourrait être le cas lorsque les parties sont expérimentées et aguerries au financement de jeunes sociétés, que le *Time-To-Market* de l'idée porteuse est particulièrement long, que les investissements consentis sont extrêmement élevés ou qu'il est reconnu que la stra-

909

¹⁷⁵⁷ HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 100 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 181.

¹⁷⁵⁸ KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 181.

¹⁷⁵⁹ HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 101.

¹⁷⁶⁰ DOHM, *Accords*, p. 148.

¹⁷⁶¹ GERHARD, *Exit*, p. 127 et les références citées, qui considère, comme une bonne partie de la doctrine, que la durée absolument maximale d'une option est de dix ans. Voir aussi DRUEY ET AL., p. 61 ; FRICK, *Private Equity*, p. 412s. ; FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 410 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 259.

¹⁷⁶² ATF 114 II 159, JdT 1989 I 2, consid. 2a.

¹⁷⁶³ ATF 114 II 159, JdT 1989 I 2 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 278 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 223.

tégie d'*exit* de l'investisseur se prévoit sur le très long terme. Lorsqu'aucune durée n'est précisée, il est admis qu'il s'agit d'un engagement excessif¹⁷⁶⁴.

- 910 En tout état de cause, il reste tout à fait imaginable de convenir d'une période déterminée pendant laquelle un droit d'acquisition et tout droit semblable peut être exercé, par exemple entre un an et dix ans suivant l'investissement. En pratique, de tels droits d'acquisition sont toujours limités dans le temps¹⁷⁶⁵.

f. Détermination du prix

- 911 En ce qui concerne le prix à payer lorsque des droits d'acquisition sont prévus, il existe plusieurs possibilités. Les parties peuvent avoir prévu un prix exact ; le prix est dit « déterminé ». Elles peuvent aussi avoir défini des critères qui permettront, le jour venu, de déterminer un prix – le prix est alors dit « déterminable »¹⁷⁶⁶. Si le prix est déterminable, alors il doit être « objectivement déterminable » : cela signifie que la détermination du prix ne peut pas être laissée à l'appréciation d'une seule partie en tant qu'il s'agirait alors d'un engagement excessif au sens de l'art. 27 al. 2 CC¹⁷⁶⁷. Il faut donc prévoir dans la convention la manière de procéder pour déterminer le prix, notamment laquelle des parties devra entreprendre le calcul selon la méthode choisie¹⁷⁶⁸.
- 912 Les critères de détermination peuvent par exemple consister en leur *fair market value* au moment de la vente¹⁷⁶⁹, ou être un montant fixe dépendant d'une variable, comme par exemple le montant de l'investissement initial ainsi que d'un supplément (calculé en pourcent ou fixe) en fonction de la durée de l'engagement de l'investisseur ; les parties pourront faire preuve d'imagination dans les critères permettant de fixer le prix. En outre, lorsque

¹⁷⁶⁴ ATF 93 II 290, JdT 1968 I 565 ; BÖCKLI/MORSCHER, p. 58. Toutefois, comme le relève KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 168, l'engagement d'un capital-risqueur dépasse rarement les dix ans, si bien que cette question se pose très rarement en pratique.

¹⁷⁶⁵ BÖCKLI/MORSCHER, p. 59.

¹⁷⁶⁶ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 116s. ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 180 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 253 ; PETER/JACQUEMET, p. 192. Pour la notion de « valeur réelle », cf. ATF 110 II 293, JdT 1985 I 214, consid. 2c ; ATF 120 II 259, JdT 1995 I 208, consid. 2b ; TF 4C.363/2000 du 3 avril 2001, consid. 2c ; LAUTENBACH-KOCH/MEIER-MAZZUCATO, p. 358. Selon CR CO II-CHAPPUIS/JACCARD, art. 789 N 4 : la valeur réelle est « la valeur économique de la société, y compris de son *goodwill* ». Voir aussi JACQUEMOUD/AUBERSON, p. 363 et les références citées : « la valeur entière de la société en prenant en compte la valeur de substance et de rendement ».

¹⁷⁶⁷ GERHARD, *Exit*, p. 127.

¹⁷⁶⁸ ATF 129 III 535, JdT 2003 I 590, consid. 4.2 ; GERHARD, *Évaluation*, p. 24.

¹⁷⁶⁹ SECA, *Shareholders agreement*, p. 27.

les termes de valeur « réelle », « intrinsèque » ou « fiscale » sont utilisés dans la convention, il convient de bien les définir pour éviter tout conflit ultérieur¹⁷⁷⁰. Ces questions renvoient bien évidemment à la valorisation de la société, que nous avons étudiée précédemment (cf. N 564). Dans certains cas – notamment les cas de préemption – le prix sera déterminé exclusivement par les conditions offertes au tiers, respectivement proposées par ce dernier¹⁷⁷¹. Il est enfin possible de fixer le prix de vente en se basant sur le prix d'achat des actions en y ajoutant un certain montant, à titres d'« intérêts »¹⁷⁷².

Il est aussi tout à fait envisageable de réserver le recours à un expert neutre en cas de désaccord quant au prix¹⁷⁷³. Procéder de la sorte constitue un contrat « d'expertise-arbitrage » (art. 189 CPC). Comme notre Haute Cour le précise, le contrat d'expertise-arbitrage est un « contrat par lequel un tiers est chargé d'établir des faits de manière à lier les parties à un rapport de droit ou de résoudre des questions de droit déterminées »¹⁷⁷⁴. L'avis donné par l'expert-arbitre sera examiné par le juge uniquement s'il est « manifestement injuste, arbitraire, négligé, déficient ou gravement contraire à l'équité ou s'il repose sur un état de fait erroné »¹⁷⁷⁵. Il convient de distinguer l'expertise-arbitrage de l'expertise privée ou judiciaire « en ce qu'elle résulte d'une volonté commune des parties de se soumettre aux conclusions de l'expert-arbitre »¹⁷⁷⁶. Enfin, l'expertise-arbitrage diffère de l'arbitrage en raison de l'étendue moindre des attributions conférées à l'expert-arbitre¹⁷⁷⁷ : selon la jurisprudence, il faut retenir l'expertise-arbitrage lorsque l'expert se prononce uniquement sur des questions de faits ou des questions partielles¹⁷⁷⁸.

913

¹⁷⁷⁰ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 116s.

¹⁷⁷¹ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1090.

¹⁷⁷² GERHARD, *Exit*, p. 127.

¹⁷⁷³ DRUEY ET AL., p. 61 ; FRICK, *Private Equity*, p. 412s. ; PETER/JACQUEMET, p. 192 ; RÜTTER/ZWYSSIG, p. 147 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 27. Pour des exemples de méthodes permettant de choisir l'expert, cf. VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 298.

¹⁷⁷⁴ ATF 129 III 535, JdT 2003 I 590, consid. 2. Voir aussi ATF 117 Ia 365, JdT 1993 I 91, consid. 5 et 6. Ou encore TF 4A_254/2011 du 5 juillet 2011 : « l'expertise-arbitrage est un contrat de droit matériel au moyen duquel les parties chargent un tiers de donner son avis sur une question de fait ou sur un point de droit, avis auquel elles déclarent d'avance se soumettre obligatoirement ».

¹⁷⁷⁵ ATF 129 III 535, JdT 2003 I 590, consid. 2.1, ainsi que ATF 117 Ia 365, JdT 1993 I 91, consid. 7.

¹⁷⁷⁶ GABELLON/DELALOYE, p. 619, et la référence à l'arrêt TF 4A_438/2008 17 novembre 2008, consid. 3.2.1, ainsi que TF 4A_254/2011 du 5 juillet 2011, consid. 4.1.

¹⁷⁷⁷ GABELLON/DELALOYE, p. 619.

¹⁷⁷⁸ ATF 117 Ia 365, JdT 1993 I 91, consid. 6, pour les critères détaillés permettant de distinguer un véritable arbitrage d'une expertise-arbitrage.

g. Utilité

- 914 Les droits d'acquisition, en tant qu'ils permettent de limiter et contrôler le cercle actionnarial, se révèlent particulièrement utiles lorsqu'un actionnaire – ou un groupe d'actionnaires – souhaite éviter que les actions ne tombent entre les mains de n'importe qui. Ainsi, cela permettra d'assurer par exemple qu'un paquet d'actions reste en main des fondateurs, ou d'éviter l'arrivée de concurrents à l'assemblée générale¹⁷⁷⁹. On peut aussi soumettre le transfert d'actions à un tiers-acquéreur à la condition que ce dernier accepte de devenir partie au pacte d'actionnaires (« *Beitrittspflicht* »)¹⁷⁸⁰.
- 915 Par ailleurs, les droits d'acquisition permettront – à l'investisseur notamment – d'améliorer la liquidité de son investissement, puisqu'il pourra, selon les cas, imposer à d'autres actionnaires le rachat des actions dont il souhaite se séparer (droit de vendre) ou les entrainer dans son sillage lorsqu'il souhaite vendre la société¹⁷⁸¹ (*drag along*). Il est aussi possible d'utiliser les droits d'acquisition pour remédier à certaines situations de blocages (*cf.* N 1205 ss).
- 916 En outre, il est possible de moduler à souhait ces droits d'acquisition. C'est pourquoi nous recommandons aux parties de combiner les divers droits et obligations d'acquisition que nous abordons dans les paragraphes qui suivent. Dans ce domaine, la liberté contractuelle des parties n'est limitée que par leur imagination.
- 917 Ainsi, pour reprendre l'exemple de SÖDING relatif à un investisseur financier ayant investi de manière minoritaire dans une société de famille, on pourrait imaginer l'aménagement suivant : sur les deux premières années, une clause de *lock-up* court, empêchant l'investisseur d'aliéner ses titres d'une quelconque manière. Après ces deux ans, la restriction est remplacée par un droit d'emption en faveur des actionnaires existants, garantissant le cercle actionnarial. Après trois ans apparaît un droit à la cotation en bourse et un *tag along right* en faveur de l'investisseur¹⁷⁸².

h. Intégration statutaire

- 918 Se pose également la question de savoir si les droits – et obligations – d'acquisition peuvent être intégrés dans les statuts. Cela pourrait bien entendu

¹⁷⁷⁹ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 265s.

¹⁷⁸⁰ KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 159.

¹⁷⁸¹ GERHARD, *Exit*, p. 95. On parle de clauses de « liquidité proprement dite », *cf.* FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 288.

¹⁷⁸² SÖDING, *Private Equity*, p. 381.

être intéressant pour les parties, puisqu'il deviendrait possible d'opposer ces droits et obligations aux autres actionnaires, à la société et à tout tiers¹⁷⁸³. La question a été l'objet d'une controverse doctrinale pendant un certain temps ; plus récemment, le consensus semble se diriger vers l'inadmissibilité pure et simple d'une telle intégration statutaire : les droits préférentiels d'acquisition et autres obligations de reprises ne peuvent pas être inscrits dans les statuts, en tant que cela irait à l'encontre de l'art. 685b al. 7 CO, qui dispose que les statuts ne peuvent rendre plus dures les conditions de transfert¹⁷⁸⁴. Les seuls droits d'acquisition pouvant être intégrés statutairement portent sur les aménagements de l'offre de reprise (par la société) de l'art. 685b al. 1 CO (clause échappatoire)¹⁷⁸⁵.

Selon nous, une intégration statutaire irait aussi à l'encontre de l'art. 680 al. 1 CO qui exclut « toute obligation supplémentaire et/ou accessoire à celle de l'apport »¹⁷⁸⁶, dans la mesure où elle pourrait lui causer un préjudice économique¹⁷⁸⁷. D'une certaine manière, cette conclusion est assez logique, puisque la convention d'actionnaires règle les rapports des actionnaires entre eux, voire avec les tiers, alors que les statuts règlent la relation entre la société et ses actionnaires¹⁷⁸⁸. Il serait, selon nous, illicite de contraindre les actionnaires à adopter un certain comportement entre eux ou à l'égard de tiers, dans les statuts d'une société anonyme qui est, contrairement à la Sàrl, une société purement capitaliste¹⁷⁸⁹. On doit donc admettre que de telles clauses ne peuvent figurer que dans la convention d'actionnaires¹⁷⁹⁰.

919

2. Droit d'emption

Le droit d'emption n'est en fait rien d'autre qu'un droit d'achat (« *call/purchase option* »¹⁷⁹¹, « *Kaufrecht* »¹⁷⁹²), qui procure à son titulaire un

920

¹⁷⁸³ LANG, *Durchsetzung*, p. 122.

¹⁷⁸⁴ Pour une analyse détaillée des diverses positions doctrinales, cf. MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, pp. 269-275.

¹⁷⁸⁵ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 742 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 272 ss et les références citées.

¹⁷⁸⁶ CR CO II-CHENAUX/GACHET, art. 680 N 8.

¹⁷⁸⁷ Du même avis, BSK OR II-VOGT, Art. 680 N 10, qui considère que faire supporter un « *wirtschaftlicher Nachteil* » à l'actionnaire par le biais des statuts irait à l'encontre de l'art. 680 al. 1 CO. Voir aussi CR CO II-CHENAUX/GACHET, art. 680 N 11 ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 102.

¹⁷⁸⁸ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 278.

¹⁷⁸⁹ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 487.

¹⁷⁹⁰ SÖDING, *Private Equity*, p. 376.

¹⁷⁹¹ SECA, *Shareholders agreement*, p. 26.

droit formateur générateur d'un contrat de vente (art. 184 ss CO)¹⁷⁹³. L'exercice de ce droit permet au titulaire d'acquérir un certain nombre d'actions auprès du débiteur, à un prix déterminé ou déterminable¹⁷⁹⁴. En vertu de la liberté contractuelle, ce droit peut être soumis à divers termes et conditions¹⁷⁹⁵. Rappelons qu'un tel droit d'emption ne peut pas être inscrit dans les statuts. Il relève donc de la dimension contractuelle uniquement¹⁷⁹⁶.

921 Dans le cadre du financement d'une jeune société, on pourrait aisément prévoir la possibilité de racheter tout ou partie des actions du fondateur lorsque ce dernier n'est plus suffisamment impliqué dans la direction de l'entreprise, ou n'est plus en mesure de contribuer efficacement à son bon développement. Nous recommandons aussi de recourir à un tel mécanisme pour exclure, lorsque le moment est venu, certains petits investisseurs (on pense ici principalement aux trois F) et clarifier la structure de l'actionnariat, en vue de la vente de la société ou de nouveaux tours de financement, voire d'une entrée en bourse.

922 On peut aussi décider que le droit d'emption peut être exercé lorsqu'un membre du *management* (par exemple un fondateur) possédant des actions met fin à son contrat de travail, qu'il part à la retraite, qu'il décède ou qu'il devient incapable de discernement¹⁷⁹⁷. On couple souvent ce type de clause avec des clauses de « *good leavers* » et « *bad leavers* » dans la convention d'actionnaires (*cf.* N 1110), qui définiront à quel prix les actions pourront être rachetées. De telles clauses soutiennent le *manager* fidèle, respectivement pénalisent le *manager* qui choisirait de rompre son contrat de travail dans un « contexte litigieux »¹⁷⁹⁸.

¹⁷⁹² Parfois aussi orthographié « *Kaufrecht* ».

¹⁷⁹³ FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 396 ; FRICK, *Private Equity*, p. 370s. ; LEIS/JACCARD, p. 136 ; MÜLLER/BIEDERMANN, p. 893. Il s'agit d'un contrat *sui generis* ou un contrat de vente soumis à condition unilatérale potestative, *cf.* VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 278.

¹⁷⁹⁴ TF 4C.22/2006 du 5 mai 2007, consid. 7.2.2 ; FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 403 ; HERZOG, *Kauf und Verkauf*, p. 78 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 203 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 279.

¹⁷⁹⁵ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 301s. ; FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 402s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 276 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 220s.

¹⁷⁹⁶ SÖDING, *Private Equity*, p. 376.

¹⁷⁹⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 279s. ; Entretien avec M. DUCOMMUN.

¹⁷⁹⁸ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1091s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 287s.

Cas très particulier du droit d'emption, il arrive que l'investisseur parvienne à imposer une clause de *clawback* au *management* et/ou au fondateur, pour se couvrir contre une éventuelle perte. A l'instar des mécanismes anti-dilutifs, une telle clause permet à l'investisseur d'acquérir à un prix réduit un certain nombre d'actions octroyées aux fondateurs et/ou au *management*, lorsque certains objectifs n'ont pas été atteints, par exemple lorsque la société est vendue à un prix inférieur à ce qui avait été prévu¹⁷⁹⁹.

923

3. Devoir de reprise

Pendant du droit d'emption, le devoir de reprise (aussi nommé droit de vendre ou option de vente¹⁸⁰⁰) (« *put option* », « *Übernahmepflicht* », « *Verkaufsrecht* ») oblige le débiteur à acquérir les actions dont l'ayant droit souhaite se séparer¹⁸⁰¹. Ce dernier dispose dans un tel cas d'un droit formateur générateur d'un contrat de vente. Il est usuel de prévoir une ou plusieurs conditions suspensives (art. 151 CO) à l'exercice dudit droit ou un délai durant lequel le droit peut (ou au contraire ne peut pas) être exercé¹⁸⁰².

924

Le titulaire du droit de vendre doit nécessairement être un actionnaire. En général, il s'agira de l'investisseur, en tant qu'il obtient par ce biais une meilleure liquidité de sa participation¹⁸⁰³. Quant au débiteur, il s'expose à certains risques financiers dans le cas où il serait obligé de racheter les participations à un prix qui ne lui conviendrait pas. C'est la raison pour laquelle une telle clause est rarement mise à la charge des fondateurs¹⁸⁰⁴. Elle est prévue notamment pour les cas de *buy-back* (cf. N 1084) : c'est alors la société qui s'engage à racheter les actions, pour autant qu'elle dispose de suffisamment de fonds propres (art. 659 CO). Dans un tel cas, savoir si ledit devoir peut figurer dans les statuts relève d'une question plus discutée dans la doctrine : le consensus tend à exclure tout devoir de reprise à la charge de la société, car cela constituerait un droit de sortie et violerait le principe de protection du capital

925

¹⁷⁹⁹ Pour tout le paragraphe, GERICKE, *Trade Sale*, p. 148 ; LEIS/JACCARD, p. 137.

¹⁸⁰⁰ On parle parfois d'« obligation de rachat », cf. FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 342.

¹⁸⁰¹ FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 409 ; MÜLLER/BIEDERMANN, p. 893 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 258.

¹⁸⁰² BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 290 ; FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 409 ; LANG, *Durchsetzung*, p. 36 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 259 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 220s.

¹⁸⁰³ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 342s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 292 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 260.

¹⁸⁰⁴ KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 210 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 292 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 260.

(art. 680 al. 2 CO)¹⁸⁰⁵. Nous nous écartons de ces positions ; nous sommes d'avis que rien ne s'oppose à l'intégration statutaire d'un devoir de reprise à charge de la société : le capital est en effet parfaitement protégé par les conditions et limites posées par l'art. 659 CO (*cf.* à ce sujet, N 1089 ss) au sujet de l'acquisition par la société de ses propres actions (fonds propres librement disponibles suffisants et pourcentage d'actions propres détenues maximal). A notre sens, il est donc d'ores et déjà possible de faire figurer un tel devoir dans les statuts, pour autant que l'art. 659 CO soit respecté¹⁸⁰⁶. En tout état de cause, pour s'assurer qu'un tel devoir de reprise ne pourra être invalidé par le tribunal ou rejeté par l'officier du registre du commerce (art. 28 ORC), nous conseillons de prévoir le devoir de reprise par la société à la fois dans les statuts et de manière contractuelle¹⁸⁰⁷. Nous aborderons le devoir de reprise par la société plus avant dans le cadre du *company buy-back* (*cf.* N 1086 ss).

4. Droit de préemption

926 Le droit de préemption permet à son titulaire d'acquérir un certain nombre d'actions auprès du débiteur – c'est-à-dire l'actionnaire-vendeur – seulement lorsque ce dernier souhaite s'en séparer ; c'est ce qui le distingue du droit d'emption¹⁸⁰⁸. De potentiels acquéreurs pourraient cependant refuser de conclure une transaction en présence de ce genre de droits d'acquisition ou exiger préalablement que les titulaires abandonnent de tels droits¹⁸⁰⁹. Il est controversé de savoir si le droit de préemption peut être inscrit dans les statuts¹⁸¹⁰. Comme déjà explicité précédemment, une telle clause statutaire risquerait d'être cassée par le juge ; il est donc fortement recommandé de la renforcer par une clause contractuelle dans la convention d'actionnaires¹⁸¹¹.

¹⁸⁰⁵ BSK OR II-LIEBI, Art. 654-656 N 50 ; BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 453 ; FRICK, *Private Equity*, p. 417s. ; GERHARD, *Exit*, p. 129s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 267. Relevons enfin la position de GERICKE, qui propose d'inscrire ces droits de vente d'actions à la société, c'est-à-dire de rachat par la société, dans la loi, en les rattachant plus particulièrement aux actions privilégiées, tout en continuant d'exiger le respect des seuils posés par l'art. 659 CO, *cf.* GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 126.

¹⁸⁰⁶ Du même avis, CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656-656 N 13.

¹⁸⁰⁷ *Ibid.*

¹⁸⁰⁸ BIENZ/WALZ, p. 14 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 278s.

¹⁸⁰⁹ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2015*, p. 28.

¹⁸¹⁰ Pour un aperçu complet des positions doctrinales, *cf.* BSK OR II-OERTLE/WOLF/DU PASQUIER, Art. 685b N 20 ; ainsi que SÖDING, *Private Equity*, p. 374.

¹⁸¹¹ SÖDING, *Private Equity*, p. 374 ; MÜLLER, *Aktionärsbindungsvertrag*, p. 6.

Il convient de distinguer deux types de droits de préemption ; la doctrine tendant parfois à les confondre. Ainsi, comme le relève MARCHAND¹⁸¹², le droit de préemption couvre deux notions que nous abordons dans les paragraphes qui suivent : tout d'abord, le droit de préemption au sens strict, mais aussi le droit d'offre préférentielle.

927

a. Droit de préemption au sens strict

Le droit de préemption au sens strict (« *right of preemption* », « *Vorkaufsrecht* ») permet à son titulaire d'acquérir un certain nombre d'actions que le débiteur souhaite aliéner, lorsque ce dernier a déjà conclu un contrat de vente avec un tiers¹⁸¹³. On considère donc que la conclusion du contrat constitue le cas de préemption, c'est-à-dire l'événement déclencheur¹⁸¹⁴. Il s'agit d'un droit formateur générateur soumis à la condition suspensive (art. 151 CO) que le débiteur ait conclu un contrat de vente avec le tiers-acquéreur¹⁸¹⁵.

928

Il est vital que le contrat entre l'actionnaire-vendeur et le tiers prévoie son entrée en force uniquement lorsque le titulaire renonce à exercer son droit de préemption¹⁸¹⁶. À défaut, l'aliénateur s'expose au paiement de dommages-intérêts envers les parties lésées par la vente illicite des titres¹⁸¹⁷. Cette contrainte peut avoir un impact négatif sur la volonté du tiers de se lancer dans des négociations sur des actions qui pourraient lui échapper si le titulaire du droit de préemption décidait de s'interposer¹⁸¹⁸. En outre se pose un dilemme pour le tiers : s'il parvient à négocier un prix considéré comme avantageux, il est probable que le titulaire du droit de préemption choisisse de l'exercer ; au contraire, si le titulaire renonce à l'exercice de son droit, le tiers risque de considérer que le prix des actions qu'il a négocié est trop haut¹⁸¹⁹.

929

Ce type de clause est souvent utilisé pour offrir la possibilité au fondateur de racheter les parts de l'investisseur, lorsque ce dernier souhaite s'en séparer. On

930

¹⁸¹² MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 133.

¹⁸¹³ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 885 ; DOHM, *Accords*, p. 146 ; GERHARD, *Exit*, p. 114 ; MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 133 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 20, ndbp 45 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 246 ss ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 220.

¹⁸¹⁴ GERHARD, *Exit*, p. 115 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 255.

¹⁸¹⁵ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 885 ; DOHM, *Accords*, p. 146s. ; GERHARD, *Exit*, p. 114 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 247.

¹⁸¹⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 279.

¹⁸¹⁷ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 256.

¹⁸¹⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 286.

¹⁸¹⁹ *Ibid.*

peut aussi combiner efficacement ce droit avec une clause de *drag along* : le fondateur doit alors choisir entre le rachat des actions de l'investisseur et la vente de ses propres actions au tiers-acheteur¹⁸²⁰.

b. Droit d'offre préférentielle

- 931 Le droit d'offre préférentielle (« *Vorhandrecht* ») est plus fréquent que le droit de préemption au sens strict¹⁸²¹. Il s'applique lorsque le débiteur souhaite céder ses parts mais n'a pas encore conclu de contrat avec un tiers¹⁸²². Aux parties de définir l'événement permettant d'exercer un tel droit ; leur liberté dans ce domaine est d'ailleurs extrêmement large¹⁸²³ : il peut s'agir d'une simple intention de vente ou de réelles négociations avec une tierce personne¹⁸²⁴.
- 932 Il existe deux variantes, selon le rôle joué par le tiers et son impact sur les conditions d'exercice du droit d'offre préférentielle. La doctrine distingue ces deux offres préférentielles ; elle choisit cependant de les nommer « clause d'offre préférentielle proprement dite et improprement dite »¹⁸²⁵ ; nous suivons cette classification mais nous permettons cependant de les lier aux termes anglophones fréquemment rencontrés dans la doctrine anglo-saxonne, qui ne signifient pas exactement la même chose mais qui aboutissent à un résultat économique quasi-identique. En effet, on rencontre parfois le terme « *right of first offer* », qui s'oppose au « *right of first refusal* »¹⁸²⁶.

¹⁸²⁰ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 217.

¹⁸²¹ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1090.

¹⁸²² FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 395 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 173 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 257 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 186.

¹⁸²³ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 279.

¹⁸²⁴ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 885 ; GERHARD, *Exit*, p. 115 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 171 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 279.

¹⁸²⁵ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 289s. ; GERHARD, *Exit*, p. 114 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 241s.

¹⁸²⁶ Il semble exister une confusion doctrinale dans la traduction allemande du terme « *right of first refusal* » : MÜLLER/BIEDERMANN (p. 893) et WYSS (2. Teil, p. 514) choisissent d'utiliser le terme « *Vorkaufsrecht* » alors que la doctrine majoritaire, comme BARTHOLD (*Rechtliche Gestaltung*, p. 885), BLOCH (*Convention d'actionnaires*, p. 300), FORSTMOSER/KÜCHLER (*Aktionärbindungsverträge*, p. 395), FRICK (p. 359), TSCHÄNI (*Joint Ventures*, p. 67) ou VON SALIS-LÜTOLF (*Private Equity*, p. 235) utilisent le terme « *Vorhandrecht* ». WENGER (*Venture Capital*, p. 29) ne se prononce pas, en précisant qu'il peut s'agir « *je nach Ausgestaltung Vorhand- oder Vorkaufsrecht* ». Nous nous rallions à la doctrine majoritaire, même si ce choix n'a que peu de répercussions.

(i) *Proprement dite*

La clause d'offre préférentielle proprement dite oblige la partie débitrice à informer et proposer en premier lieu au titulaire du droit d'acquisition, l'achat de ses actions, lorsqu'elle souhaite s'en séparer ou qu'un événement prévu dans la convention d'actionnaires se produit¹⁸²⁷. C'est uniquement si le titulaire refuse cette première offre que l'on est autorisé à proposer les actions à un tiers¹⁸²⁸. Dans ce cas de figure, le tiers ne joue aucun rôle aussi longtemps que le titulaire du droit ne s'est pas prononcé sur l'exercice dudit droit. Autrement dit, il n'existe aucune offre de la part du tiers qui lierait le titulaire du droit, ce qui toutefois est le cas dans l'offre préférentielle improprement dite. La manière de déterminer le prix par action doit être choisi par les parties à la convention ; il peut s'agir d'une formule mathématique ou de l'estimation d'un expert indépendant qui valorisera les titres de participation¹⁸²⁹.

933

Le *right of first offer* est largement similaire à l'offre préférentielle proprement dite, en ce sens qu'elle permet au titulaire de présenter une « première offre » au débiteur (actionnaire-vendeur), lorsque ce dernier souhaite se séparer de ses titres mais qu'aucun tiers ne s'est encore manifesté. Le débiteur doit informer le créancier de son désir de vendre ses titres à un tiers ; le créancier peut alors faire une offre que le débiteur pourra ou devra accepter à certaines conditions¹⁸³⁰.

934

(ii) *Improprement dite*

La clause d'offre préférentielle improprement dite (« *right of first refusal* ») est une forme atténuée de l'offre préférentielle, qui s'applique lorsqu'un tiers s'intéresse aux parts d'un actionnaire et qu'il fait une offre¹⁸³¹. L'actionnaire concerné doit alors donner la possibilité au titulaire du droit d'acquisition de conclure la transaction et d'acheter les titres du débiteur aux mêmes conditions que celles définies avec le tiers. Si l'actionnaire au bénéfice du droit

935

¹⁸²⁷ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 289s. ; GERHARD, *Exit*, p. 114 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1090 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 247.

¹⁸²⁸ FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 395 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 372s. ; TSCHÄNI, *Joint ventures*, p. 67 ; WYSS, 2. Teil, p. 514.

¹⁸²⁹ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 885 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 286.

¹⁸³⁰ GERHARD, *Exit*, p. 114 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 257. Voir aussi BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 290, qui précise lui que le débiteur peut refuser si le prix est inférieur à l'offre présentée par le tiers.

¹⁸³¹ ROUILLER, *International Business Law*, p. 511 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 373.

d'acquisition ne fait pas usage dudit droit (c'est-à-dire exprime le « premier refus ») dans le délai imparti, alors le débiteur est libre de vendre ses actions au tiers¹⁸³². Dans un tel cas, en ce qui concerne l'estimation du prix des actions, le débiteur doit tout d'abord mener une discussion avec le tiers et obtenir une offre concrète (prix et mode de paiement)¹⁸³³, offre qu'il devra ensuite soumettre au titulaire du droit.

- 936 En anglais, on utilise le terme *right of first refusal*, en ce sens que le titulaire du droit peut choisir de refuser ou non l'offre présentée par le débiteur – identique à celle de l'offre faite par le tiers au débiteur. En d'autres termes, si le débiteur (actionnaire-vendeur) a reçu une offre d'un tiers¹⁸³⁴ qu'il souhaite accepter, il doit en premier lieu faire la même offre au titulaire du droit ; ce dernier pourra alors l'accepter et acquérir les et forcer le débiteur à refuser l'offre du tiers les actions.

c. Processus

- 937 On conseillera de prévoir un processus de préemption à respecter. Il faudra notamment définir qui sont les titulaires du droit et les débiteurs, c'est-à-dire à qui et dans quelle mesure l'actionnaire-vendeur doit proposer les titres en premier lieu. Il faudra aussi convenir du mode et des délais de paiement¹⁸³⁵. Si les titulaires du droit refusent, il est judicieux de prévoir que la société est habilitée à racheter elle-même les actions, avant qu'elles ne deviennent « libres »¹⁸³⁶, par le biais contractuel et/ou de la clause échappatoire. Enfin, si ni les actionnaires ni la société ne souhaitent racheter les actions, ce qui paraît relativement improbable avec les titres d'une jeune société prometteuse, alors l'actionnaire-vendeur est libre de les céder à des tiers totalement extérieurs à la société.

¹⁸³² WYSS, 2. Teil, p. 514.

¹⁸³³ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 885 ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 116 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 286.

¹⁸³⁴ ROUILLER, *International Business Law*, p. 511.

¹⁸³⁵ HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 110.

¹⁸³⁶ HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 104.

5. *Drag along*

a. Notion

L'obligation de sortie conjointe ou de cession forcée¹⁸³⁷ (aussi appelée « clause d'entraînement »¹⁸³⁸, « *drag along* », « *co-sale obligation* »¹⁸³⁹, « *Mitverkaufspflicht* ») permet aux actionnaires – en principe majoritaires¹⁸⁴⁰ – souhaitant vendre, de forcer la minorité réfractaire à vendre leurs parts aux mêmes conditions que celles négociées par la majorité¹⁸⁴¹. Cette clause s'applique lorsqu'il est question de vendre à un tiers (souvent un investisseur stratégique ou industriel) la société entière¹⁸⁴², et permet d'éviter qu'une minorité empêche ou complique le transfert (« *nuisance value* »)¹⁸⁴³. La partie obligée n'a ainsi pas d'autre choix que de suivre la majorité et de vendre ses parts : il s'agit donc d'une *call option*, plus précisément d'une option d'achat conditionnelle en faveur d'un tiers¹⁸⁴⁴. Il convient toutefois de préciser dans la convention que le tiers ne possède pas de prétention propre au sens de l'art. 112 al. 2 CO, qui concerne la stipulation pour autrui¹⁸⁴⁵. Précisons rapidement que, légalement, le droit des sociétés suisse n'impose pas ce genre d'obligations, si ce n'est à l'art. 137 LIMF qui instaure, en cas d'OPA, la possibilité pour l'actionnaire majoritaire de *squeeze-out* les actionnaires minoritaires lorsque ces derniers représentent moins de 2% des droits de vote, en les forçant à perdre leur qualité d'actionnaires (art. 137 al. 2 LIMF).

938

¹⁸³⁷ Voir aussi HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1091 qui choisissent le terme d'« obligation de cession conjointe ».

¹⁸³⁸ MARCHAND, *Clauses de sortie*, p. 243.

¹⁸³⁹ On rencontre parfois les termes « *bring-along* ».

¹⁸⁴⁰ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1091. On parle en règle générale de majorités de 50% ou de 75%, cf. BIENZ/WALZ, p. 14, ndbp 22.

¹⁸⁴¹ FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 411s. ; FRICK, *Private Equity*, p. 393s. ; GERHARD, *Exit*, pp. 116 et 118 ; LEIS/JACCARD, p. 140 ; MÜLLER/BIEDERMANN, p. 893 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 377s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 280 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 221 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 54.

¹⁸⁴² HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1091.

¹⁸⁴³ MARCHAND, *Clauses de sortie*, p. 243 ; TREZZINI, *Finanzierungsstrukturierung*, p. 283 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 282s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 287 ; WYSS, 2. Teil, p. 515.

¹⁸⁴⁴ FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 411s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 283.

¹⁸⁴⁵ FRICK, *Private Equity*, p. 400 ; GERHARD, *Exit*, p. 116 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 222.

- 939 Les minorités réfractaires peuvent se révéler extrêmement problématiques, mais la mise en œuvre du *drag along* n'est pas en reste¹⁸⁴⁶ ; c'est pourquoi il est essentiel de préciser en détails les conditions à remplir pour qu'une obligation de sortie conjointe existe et de réfléchir aux conséquences juridiques et fiscales que ces situations peuvent entraîner¹⁸⁴⁷. L'existence d'une telle clause a par ailleurs une influence significative et déterminante lorsque vient le moment de déterminer le prix de vente des actions¹⁸⁴⁸.
- 940 Il est extrêmement fréquent que les investisseurs financiers – par exemple les sociétés de capital-risque – exigent une telle clause¹⁸⁴⁹. Cela leur permet d'augmenter de manière significative la liquidité de leur investissement et d'obtenir un prix de vente optimal, puisqu'il leur devient possible de promettre à un tiers la totalité des actions de la société et d'éliminer la partie minoritaire de l'actionnariat¹⁸⁵⁰; la clause de *drag along* se révèle particulièrement utile dans le cas d'une *trade sale* et de *secondary sale* notamment¹⁸⁵¹. Pour ces mêmes raisons, cette clause est difficile à faire avaler au *management* et aux fondateurs, qui risquent de devoir céder leurs actions contre leur volonté et sans pouvoir négocier les conditions¹⁸⁵².
- 941 Pour l'actionnaire minoritaire ou en passe de le devenir (par exemple le fondateur), il sera beaucoup plus laborieux, voire impossible, de parvenir à se ménager un droit de *drag along*. En effet, cela donnerait un poids énorme à une minorité, puisque cette dernière pourrait forcer la majorité à vendre ses titres. On pourrait typiquement imaginer de telles situations lorsque des sociétés familiales ouvrent leur capital mais souhaitent en garder la maîtrise totale en cas de vente.

¹⁸⁴⁶ Cf. WENGER/SPECK qui parlent de situations parfois « cauchemardesques », p. 195.

¹⁸⁴⁷ WENGER/SPECK, p. 195.

¹⁸⁴⁸ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 886 ; FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 395.

¹⁸⁴⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 283 ; TREZZINI, *Finanzierungsstrukturierung*, p. 280. Voir aussi la clause modèle d'HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1068.

¹⁸⁵⁰ GERHARD, *Exit*, p. 116s.

¹⁸⁵¹ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 885 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 194 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 282 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 282 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 222.

¹⁸⁵² BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 885s. ; GERHARD, *Exit*, p. 117 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 195 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 283.

b. Conditions

En raison de ces conflits d'intérêts, la clause de *drag along* est, en pratique, soumise à certaines conditions. La naissance ou l'extinction du droit de *drag along* peut dépendre de la réalisation ou non de certains objectifs. Il peut s'agir de la totalité des titres de participation ou uniquement d'un certain pourcentage¹⁸⁵³. Il arrive que l'on combine le droit de *drag along* avec un *right of first refusal* : de cette manière, lorsqu'un tiers fait une offre pour le rachat de la société, l'actionnaire réticent (et titulaire du *right of first refusal*) peut choisir de racheter les actions de l'actionnaire-vendeur aux mêmes conditions. À défaut, il se fera *drag along* et sera obligé de vendre ses actions au tiers¹⁸⁵⁴.

942

Il est aussi usuel de prévoir que c'est uniquement en cas de vente à un tiers indépendant (« *unabhängiger Dritte* ») que la clause peut être invoquée. On entend par là une partie tierce qui ne dépend pas ou qui n'est pas liée économiquement au vendeur, ce qui permet d'éviter qu'un transfert d'actions au sein d'un groupe d'investisseurs ou de sociétés puisse déclencher le *drag along*¹⁸⁵⁵. Cela permet d'éviter que la majorité utilise le mécanisme du *drag along* de manière à *squeeze out* la minorité. Il faut aussi impérativement prévoir le pourcentage de détention du capital minimum à posséder pour être en mesure de déclencher le *drag along*¹⁸⁵⁶. En outre, il est conseillé de fixer une limite temporelle avant laquelle le *drag along* ne peut pas prendre place¹⁸⁵⁷.

943

En ce qui concerne le prix – qui est, rappelons-le, imposé aux actionnaires minoritaires – il se pose la question de savoir dans quelle mesure un prix non-déterminé peut être imposé à l'actionnaire lors de la négociation de la clause de *drag along*. En effet, lors de l'inclusion d'une telle clause, l'actionnaire qui risque d'être entraîné contre son gré effectue une promesse de vente sans savoir à quel prix il devra céder ses titres et sans savoir comment il sera déterminé. Le prix n'est donc ni déterminé, et difficilement déterminable, ce qui est problématique à l'égard de l'art. 2 al. 2 CO. Selon MARCHAND, la validité

944

¹⁸⁵³ Il est ainsi possible de convenir par exemple que lorsque l'actionnaire-vendeur ne vend que 20% de ses actions, l'actionnaire-réfractaire devra lui aussi céder 20% de sa participation. Ou encore, lorsque l'actionnaire vendeur cède plus de 60% de ses titres, alors l'actionnaire réfractaire doit céder l'intégralité de ses actions. Cf. VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 277.

¹⁸⁵⁴ SÖDING, *Private Equity*, p. 381.

¹⁸⁵⁵ GERHARD, *Exit*, p. 117. Voir aussi VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 271 et 282, ainsi que FRICK, *Private Equity*, p. 394.

¹⁸⁵⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, pp. 277 et 283.

¹⁸⁵⁷ GERHARD, *Exit*, p. 117 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 222s.

d'une telle clause doit être admise, pour autant que les conditions de vente soient négociées de bonne foi et correspondent au prix du marché¹⁸⁵⁸. Nous recommandons, à l'instar de GERHARD, de déterminer dans la convention un prix de vente minimal en dessous duquel l'actionnaire minoritaire peut refuser le *drag along*¹⁸⁵⁹. Ceci permet d'assurer un prix minimal déterminé, et évite les situations où un investisseur bénéficiant de privilèges patrimoniaux conviendrait d'un prix de vente lui permettant d'effectuer un retour sur investissement à peine suffisant, entraînant les actionnaires ordinaires dans son sillage, tout en les laissant sur la paille¹⁸⁶⁰.

- 945 Les clauses de *drag along* peuvent poser problème en ce qui concerne les *representations and warranties* données par les actionnaires ne souhaitant pas vendre et par la société, le cas échéant¹⁸⁶¹. En effet, la question de savoir si ces derniers peuvent être tenus à garanties¹⁸⁶² (*cf.* N 698 ss) reste controversée. En pratique, il est fréquent que la garantie donnée par l'actionnaire minoritaire, qui a souvent peu d'influence sur la gestion de la société, soit limitée à la seule propriété des actions¹⁸⁶³.
- 946 D'un point de vue organisationnel, WENGER/SPECK recommandent de prévoir dans la convention d'actionnaires, pour les situations de *drag along*, une procuration à un tiers, représentant la minorité d'actionnaires réfractaires, pour la vente – forcée – des actions restantes¹⁸⁶⁴. Ceci facilitera la vente puisque la procuration est déjà envisagée dans la convention d'actionnaires. Cela n'empêchera cependant pas un actionnaire de s'opposer à la vente pour d'autres motifs de fond ; la procuration ne sera alors plus valable¹⁸⁶⁵. Enfin, les clauses de *drag along* doivent être insérées dans la convention d'actionnaires et ne pourront pas figurer dans les statuts¹⁸⁶⁶ (*cf.* N 918).

¹⁸⁵⁸ MARCHAND, *Clauses de sortie*, p. 243.

¹⁸⁵⁹ GERHARD, *Exit*, p. 118.

¹⁸⁶⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 284.

¹⁸⁶¹ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2015*, p. 28.

¹⁸⁶² FRICK, *Private Equity*, p. 399s. ; GERHARD, *Exit*, p. 118.

¹⁸⁶³ FRICK, *Private Equity*, p. 399 et les références citées ; GERHARD, *Exit*, p. 118. *Contra* LEIS/JACCARD, p. 141 : selon ces auteurs, les actionnaires minoritaires seront contraints à donner les mêmes garanties que les majoritaires souhaitant vendre.

¹⁸⁶⁴ WENGER/SPECK, p. 195.

¹⁸⁶⁵ *Ibid.*

¹⁸⁶⁶ SÖDING, *Private Equity*, p. 378.

6. *Tag along*

a. Notion

Le droit de sortie conjointe (aussi appelée « droit de cession conjointe »¹⁸⁶⁷, « clause d'enchaînement »¹⁸⁶⁸, « *tag/take along right* »¹⁸⁶⁹, « *co-sale right* »¹⁸⁷⁰, « *Mitverkaufsrecht* ») est l'inverse de l'obligation de sortie conjointe¹⁸⁷¹ abordée dans les paragraphes précédents. Cette clause est relativement fréquente dans les conventions d'actionnaires relatives à un investissement¹⁸⁷². Il s'agit du droit (mais non de l'obligation) de l'actionnaire minoritaire de vendre la totalité ou une partie de ses actions aux côtés d'un autre actionnaire, en règle générale majoritaire, lorsque ce dernier aliène sa participation¹⁸⁷³, au même prix et mêmes conditions¹⁸⁷⁴. C'est là une clause particulièrement avantageuse pour l'actionnaire minoritaire, qui conserve le choix de vendre ou de conserver ses titres de participation¹⁸⁷⁵. Précisons qu'en droit suisse, un tel droit est légalement prévu uniquement pour les sociétés cotées : l'art. 52 LIMF impose à l'actionnaire de présenter une offre sur le reste des titres de la société lorsque certains paliers sont dépassés¹⁸⁷⁶.

947

Juridiquement, il s'agit d'un droit de vendre (« *put option* »), soumis à certaines conditions, à savoir la vente d'actions à un tiers, par la partie obligée¹⁸⁷⁷. Plus précisément, cette clause contractuelle est qualifiée d'option de

948

¹⁸⁶⁷ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1066.

¹⁸⁶⁸ MARCHAND, *Clauses de sortie*, p. 242.

¹⁸⁶⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 269, effectue une très légère distinction entre le *tag along* et le *take along*, selon la quantité d'actions que la partie obligée a vendues ou que le tiers a acquises. Cette distinction étant minime et ne ressortant nulle part ailleurs, nous renonçons à la reprendre. En effet, la quasi-totalité de la doctrine semble considérer ces termes comme synonymes.

¹⁸⁷⁰ On rencontre aussi les termes « *piggy-back* » ou « *come-along* ».

¹⁸⁷¹ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 222 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 54 ; WYSS, 2. Teil, p. 515.

¹⁸⁷² RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 174. Voir aussi la clause du modèle d'HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1066.

¹⁸⁷³ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 886 ; FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 411s. ; FRICK, *Private Equity*, p. 400s ; GERHARD, *Exit*, p. 118 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 184s. ; LEIS/JACCARD, p. 140 ; MÜLLER/BIEDERMANN, p. 893 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 269.

¹⁸⁷⁴ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1091.

¹⁸⁷⁵ GRONER, *Private Equity-Recht*, p. 343s. ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1091 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 271 et les références citées.

¹⁸⁷⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 278.

¹⁸⁷⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 270.

vente conditionnelle à la charge de l'actionnaire qui vend ses parts. Il s'agit d'un cas de porte-fort au sens de l'art. 111 CO, en ce sens que l'actionnaire-vendeur promet au titulaire du droit que le tiers-acheteur présentera – au titulaire – une offre d'achat identique¹⁸⁷⁸. Si le tiers-acheteur ne fait pas une telle offre, l'actionnaire-vendeur s'exposera au paiement de dommages-intérêts¹⁸⁷⁹. Pour éviter le calcul de ces dommages-intérêts, les parties peuvent convenir qu'une *option put* prendra naissance, permettant au titulaire de « forcer » l'actionnaire-vendeur à lui acheter ses titres de participation¹⁸⁸⁰. À défaut d'un tel mécanisme, l'actionnaire-vendeur devra impérativement s'assurer que l'acheteur s'engage à acheter les actions de l'actionnaire titulaire d'un droit de *tag along*, si ce dernier souhaite exercer ledit droit.

- 949 C'est notamment dans le cas d'une *trade sale* (cf. N 1077) que la clause de *tag along* prend tout son sens¹⁸⁸¹ : en effet, il est particulièrement problématique qu'un tiers propose à la majorité d'acquérir ses parts, sans faire une telle offre à une minorité, par exemple parce que le pourcentage acquis permet déjà de contrôler la société dans les faits¹⁸⁸². Grâce à la clause de *tag along*, la minorité peut exiger qu'une offre identique à celle présentée à la majorité lui soit faite. Autrement dit, cela permet d'interdire à la majorité de vendre en laissant une minorité désemparée hors de la transaction. Il est usuel que l'actionnaire minoritaire, notamment les *managers* détenteurs de titres de participation ou le fondateur, exigent la présence d'une telle clause, ce qui augmente la liquidité de leurs parts de manière bienvenue¹⁸⁸³. Pour la partie obligée, cette clause a une conséquence négative puisqu'elle renforce l'effet de *lock-in*¹⁸⁸⁴, en tant qu'il lui faudra impérativement trouver un tiers prêt à racheter la totalité des actions, si elle entend se désengager.

¹⁸⁷⁸ FRICK, *Private Equity*, p. 406 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 272 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 222.

¹⁸⁷⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 222.

¹⁸⁸⁰ *Ibid.*

¹⁸⁸¹ KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 187 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 290.

¹⁸⁸² MARCHAND, *Clauses de sortie*, p. 242 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 222.

¹⁸⁸³ GERHARD, *Exit*, p. 118s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 289s.

¹⁸⁸⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 290.

b. Conditions

Pour déclencher le *tag along*, il faut que l'acquéreur soit un tiers indépendant, à l'instar de ce qui a été dit pour le *drag along*. Il s'agit ici d'éviter que des ventes au sein de groupes d'investisseurs ou de sociétés permettent aux autres actionnaires de faire valoir le droit de *tag along*. Dans la même optique, il est recommandé de prévoir qu'un nombre minimal de titres de participation doit être aliéné pour pouvoir invoquer le *tag along*¹⁸⁸⁵. En ce qui concerne les garanties, les actionnaires minoritaires sont plus libres de moduler les garanties qu'ils souhaitent offrir, puisqu'il leur est possible de ne pas céder leurs actions, contrairement aux cas de *drag along*¹⁸⁸⁶. Pour le reste, nous renvoyons à ce qui a été dit dans la partie générale et au sujet de la clause de *drag along*, dont les possibilités d'aménagement s'appliquent *mutatis mutandis*. Précisons enfin qu'à l'instar des clauses de *drag along*, les clauses de *tag along* ne peuvent pas figurer dans les statuts, et relèvent donc uniquement des instruments contractuels¹⁸⁸⁷.

950

7. Priorité de vente

Dernier type de clause qu'il convient d'aborder : la priorité de vente. Cette clause, pourtant simple et aisément compréhensible, est extrêmement rare en pratique et ne fait pas l'objet d'un intérêt doctrinal particulier. Par le biais d'une telle clause, les parties conviennent que lorsqu'un tiers est intéressé à acheter une certaine quantité d'actions, il doit s'adresser au titulaire du droit de vendre en priorité (« *Verkaufspriorität* »). Ainsi, lorsqu'un tiers acquéreur approche la société ou un actionnaire débiteur d'une telle clause, il doit être obligatoirement être redirigé vers l'actionnaire vendeur prioritaire. C'est uniquement si le titulaire du droit renonce à l'exercer que les autres actionnaires sont autorisés à aliéner leurs actions au tiers. En d'autres termes, la partie obligée ne pourra céder ses titres que lorsque le titulaire du droit aura cédé toutes ses actions ou qu'il aura expressément choisi de ne pas exercer ledit droit¹⁸⁸⁸.

951

Une telle clause peut être particulièrement utile pour l'investisseur, qui s'assure ainsi d'être le premier à pouvoir céder ses titres de participations, lorsqu'un tiers acquéreur se manifeste. Cela lui garantit aussi que les autres

952

¹⁸⁸⁵ GERHARD, *Exit*, p. 119.

¹⁸⁸⁶ FRICK, *Private Equity*, p. 405.

¹⁸⁸⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 406.

¹⁸⁸⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 272s.

actionnaires ne pourront pas céder leurs actions, tant qu'il n'a pas renoncé à sa priorité de vente.

Chapitre 5 : Droit à l'information

I. Généralités

- 953 L'investisseur exige un certain nombre d'informations avant de s'engager ; cela lui permet de se déterminer sur l'opportunité de l'investissement. Ce type d'informations et de renseignements font partie de la *due diligence*, que nous avons eu l'occasion d'examiner précédemment (*cf.* N 688), si bien que nous n'y reviendrons pas. C'est principalement durant l'engagement que la question des renseignements se pose : avant l'engagement, le bailleur de fonds n'est pas encore lié ni investi dans la société, il lui suffit donc de couper court aux négociations si les informations remises ne le satisfont pas.
- 954 Soulignons-le, l'investisseur souhaite être informé pendant son engagement¹⁸⁸⁹ : ce sont ces informations qui lui permettront de décider s'il souhaite rester engagé ou si au contraire il souhaite effectuer son *exit*, soit parce qu'il s'agit de sauver les meubles lorsque la société va mal sans perspectives d'amélioration, soit parce que le retour sur investissement pourrait être réalisé¹⁸⁹⁰. Le degré et la qualité des informations fournies auront aussi des conséquences sur la mesure du contrôle que l'investisseur exerce sur la société et des décisions qu'il prend ; autrement dit, les informations remises ont une influence indirecte sur la gestion de la société¹⁸⁹¹. Le bailleur de fonds devra donc négocier un droit étendu à l'information ; à défaut, il ne pourrait se prévaloir que du maigre droit aux renseignements que lui accorde le droit des sociétés, en vertu de son statut d'actionnaire. Ce droit légal est, comme nous le verrons, peu développé et relativement difficile à faire valoir.

¹⁸⁸⁹ BERNET/DENK, p. 69.

¹⁸⁹⁰ SÖDING, *Private Equity*, p. 311.

¹⁸⁹¹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 309.

A. Asymétrie de l'information

On rencontre souvent la notion d'asymétrie de l'information dans le contexte de la relation entre le conseil d'administration et les actionnaires¹⁸⁹² (cf. N 295 ss). En effet, en raison du principe de *Drittorganschaft*, les actionnaires ne gèrent, en principe, pas la société eux-mêmes ; c'est le conseil d'administration qui exerce la haute direction sur la société (art. 716 CO, cf. N 291). En outre, les actionnaires d'une société anonyme n'ont aucun devoir de fidélité ou de non-concurrence (art. 680 CO *a contrario*). Cela a pour conséquence que les actionnaires n'ont pas accès à toutes les informations existantes et sont, en conséquence, moins bien informés que le conseil d'administration. Le droit à l'information de l'actionnaire est donc limité, tant au niveau de son contenu (art. 697 al. 1 et 2 CO) que de sa fréquence (art. 696 al. 1 et 4 CO)¹⁸⁹³.

955

En raison du maigre droit à l'information prévu par le droit des sociétés suisse en faveur de l'actionnaire, cette asymétrie reste souvent conséquente. Les droits à l'information que les parties se ménagent dans la convention permettent de remédier dans une certaine mesure à cette asymétrie, mais d'autres mécanismes économiques ou réputationnels pourront y pallier parallèlement, pour s'assurer que le conseil d'administration informe correctement et suffisamment les actionnaires : on pense notamment aux plans d'intéressement ou au désir de garder une bonne réputation de l'administrateur¹⁸⁹⁴. En contrepartie d'un accès à l'information amélioré ou étendu¹⁸⁹⁵, les investisseurs devront généralement accepter certaines clauses de confidentialité, de non-concurrence et de fidélité¹⁸⁹⁶.

956

Il convient enfin de mentionner que, dans le cadre du financement de jeunes sociétés, les parties (qu'il s'agisse des fondateurs ou des investisseurs) parviennent souvent, après négociations, à se faire octroyer un ou plusieurs sièges ou représentants au conseil d'administration ou à la direction, de sorte qu'ils parviendront à s'informer plus aisément qu'un actionnaire minoritaire ne bénéficiant pas de telles entrées¹⁸⁹⁷. Il n'en reste pas moins que l'investisseur diligent exigera que lui soient remises périodiquement un certain nombre d'informations par la société, sans que lui ou son potentiel représentant ne doive activement les rechercher. Il peut toutefois arriver qu'un administrateur

957

¹⁸⁹² BERNET/DENK, p. 38 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 20 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 9-12 et 25s.

¹⁸⁹³ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1088.

¹⁸⁹⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 11.

¹⁸⁹⁵ BONVIN, *Capital-risque*, § 9 et § 12.

¹⁸⁹⁶ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1088.

¹⁸⁹⁷ Par analogie, WENGER/SPECK, p. 192s.

soit mal informé par ses collègues, ce de manière volontaire ou par négligence. L'administrateur possède toujours un droit aux renseignements et à la consultation, expressément formulé par l'art. 715a CO. Ce droit ne peut être invoqué que lorsque l'administrateur est encore en fonction¹⁸⁹⁸.

B. Utilité

958 Nous l'avons vu, être correctement, rapidement et régulièrement informé permet à l'actionnaire de prendre des décisions quant à son engagement, d'exercer et/ou défendre les droits qui sont les siens en vertu de son statut d'actionnaire, de participer de manière plus ou moins active à l'assemblée générale ou encore de déterminer son vote.

959 Le fait que les parties puissent se ménager des droits à l'information étendus, de manière conventionnelle, engendre une large réduction des coûts de *monitoring*, en ce sens que le transfert d'informations devient spontané et permet d'économiser du temps et de l'argent, tant du côté de la société – qui ne se fait pas assaillir constamment par des demandes tendant au transfert d'informations – que du côté de l'investisseur qui n'a pas à harceler le conseil d'administration pour obtenir les renseignements voulus¹⁸⁹⁹. Le *monitoring* est le fait pour l'actionnaire de collecter de manière régulière et systématique diverses informations concernant son investissement¹⁹⁰⁰. Il permet deux choses : tout d'abord, il permet à l'actionnaire, notamment l'investisseur, de surveiller le *management* et de découvrir d'éventuels problèmes ou dysfonctionnements le plus tôt possible. Par ailleurs, il encourage le *management* à agir de manière optimale, puisque ce dernier sait qu'il fait l'objet d'une surveillance, et qu'il sera pénalisé ou gratifié en fonction du résultat de son travail : les informations récoltées permettent à l'actionnaire de savoir comment et à quel rythme la société se développe et de juger du travail du conseil d'administration, d'évincer certains administrateurs si les résultats sont insatisfaisants, ou *a contrario*, d'accepter des rémunérations généreuses ou la mise en place de plans d'intéressement avantageux. Pour l'investisseur, le fait d'être informé de manière optimale est donc essentiel : lorsque les informations données sont insuffisantes ou imprécises, l'investisseur aura plus de difficultés à prendre les décisions les plus judicieuses et les plus rentables¹⁹⁰¹,

¹⁸⁹⁸ ATF 129 III 499, JdT 2003 I 632 ; ATF 144 III 100.

¹⁸⁹⁹ SÖDING, *Private Equity*, p. 312.

¹⁹⁰⁰ BANIK ET AL., p. 18 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 309 et les références citées.

¹⁹⁰¹ SÖDING, *Private Equity*, p. 309s.

et devra en conséquence exercer une surveillance plus stricte, voir s'immiscer plus étroitement dans la gestion.

Simultanément, la société et ses fondateurs, ainsi que le *management*, devront adapter l'organisation de manière à satisfaire les exigences de l'investisseur¹⁹⁰² ; on nomme cela le *reporting*¹⁹⁰³. Ces obligations auront certaines conséquences sur la société et les tâches du *management*, qui devra s'assurer que les titulaires du droit à l'information reçoivent régulièrement les renseignements et documents indiqués, dans le respect des délais convenus.

960

C. Confidentialité

En contrepartie d'un meilleur accès à l'information, il est logique que l'actionnaire se trouvant au bénéfice de droits à l'information étendus accepte d'en garder le contenu confidentiel. Partant, il est usuel de prévoir une clause dans la convention d'actionnaires précisant expressément que le contenu des rapports et autres documents transmis ne doit pas être divulgué¹⁹⁰⁴. Cela se fait généralement par le biais d'une clause de confidentialité, précédé parfois d'un accord de confidentialité durant les négociations (*cf.* N 550)¹⁹⁰⁵. Grâce à ce mécanisme, il devient possible de protéger l'échange d'informations et de s'assurer, dans la mesure du possible, qu'elles ne seront pas divulguées à des tiers.

961

II. Légal

Certes, le droit suisse prévoit bien un droit à l'information en faveur de l'actionnaire. Il s'agit là d'un des droits fondamentaux de l'actionnaire¹⁹⁰⁶. Ce droit à l'information est communément divisé en trois paliers¹⁹⁰⁷ : la communication spontanée des rapports de gestion et de révision (art. 696 CO), le droit d'être renseigné sur les affaires de la société (art. 697 CO) et le droit de demander l'institution d'un contrôle spécial (art. 697a ss CO). Si par malheur, la jeune société devait devenir insolvable, les droits à l'information de

962

¹⁹⁰² BONVIN, *Capital-risque*, § 12.

¹⁹⁰³ BERNET/DENK, p. 52.

¹⁹⁰⁴ WENGER, *Venture Capital*, p. 25.

¹⁹⁰⁵ Voir à ce sujet, MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 241.

¹⁹⁰⁶ ATF 109 II 47, JdT 1984 I 52 ; HARI, *Droit à l'information*, p. 93 ; RAPP, *Droit à l'information*, p. 63.

¹⁹⁰⁷ BÖCKLI/BÜHLER, p. 102 ; FORSTMOSER, *Informations*, p. 89 ; RAPP, *Droit à l'information*, p. 64.

l'actionnaire subsistent¹⁹⁰⁸. A la lecture des dispositions légales, on s'aperçoit que le droit à l'information de l'actionnaire s'articule principalement autour de l'assemblée générale¹⁹⁰⁹ : ainsi c'est au plus tard 20 jours avant la tenue de l'assemblée générale qu'il doit recevoir le rapport de gestion et révision, et c'est uniquement lors de l'assemblée générale qu'il pourra demander des renseignements sur les affaires de la société ou demander l'institution d'un contrôle spécial. Cela pose déjà un problème lorsqu'il faut obtenir rapidement des informations, pouvant se révéler essentielles pour l'investissement consenti par le bailleur de fonds ; comme déjà mentionné, le facteur-temps est réellement déterminant lorsqu'il s'agit d'une jeune société luttant pour sa survie, et l'investisseur ne peut se permettre d'attendre plusieurs mois pour espérer obtenir certains renseignements dont dépendent son engagement.

- 963 Dans le cadre du financement de jeunes sociétés, ce droit à l'information légal trouve toute son utilité lorsque les instruments conventionnels mis en place par les parties n'ont pas été respectés ou n'ont pas été appliqués correctement. Il s'agit donc, à l'instar des restrictions de transmissibilité, de clauses de dernier recours (*cf.* N 889).

A. Rapport de gestion et de révision

- 964 La société a l'obligation de mettre à disposition de l'actionnaire – ou de lui faire parvenir si ce dernier le requiert – un rapport de gestion et un éventuel rapport de révision, au plus tard 20 jours avant l'assemblée générale (art. 696 al. 1 CO). Comme le précise l'alinéa 3, l'actionnaire peut aussi requérir le rapport de gestion dans l'année qui suit l'assemblée générale. Le rapport de gestion contient communément les comptes annuels, c'est-à-dire le bilan, le compte de profits et pertes et l'annexe. Les comptes annuels doivent être établis selon les principes comptables (art. 662a CO). La remise du rapport de gestion est considérée comme une « information spontanée »¹⁹¹⁰, en tant que ces informations doivent être fournies d'office à l'actionnaire, sans que ce dernier ait à les requérir¹⁹¹¹. Le rapport de révision n'existe, lui, que lorsque la société est soumise au contrôle ordinaire ou restreint (art. 728b, respectivement 729b CO). En règle générale, une jeune société souhaite réduire au

¹⁹⁰⁸ HARI, *Droit à l'information*, p. 96 ss, qui analyse la situation en cas de procédure concordataire et d'ajournement de faillite.

¹⁹⁰⁹ BÖCKLI/BÜHLER, p. 102.

¹⁹¹⁰ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 696 N 5.

¹⁹¹¹ HARI, *Droit à l'information*, p. 94 et les références citées.

maximum les coûts administratifs et choisira systématiquement de renoncer au contrôle (art. 727a CO) ; on nomme cela un « *opting-out* ».

En ce qui concerne la langue de ces documents, la société est libre de les rédiger dans la langue qu'elle juge opportune, mais doit prendre en compte la composition de l'actionnariat et le siège de la société. Dans le cadre des jeunes sociétés, les actionnaires sont peu nombreux et le choix d'une langue sera rapidement effectué ; l'anglais est choisi dans un grand nombre de cas, ou la langue commune des parties si cela est possible.

965

Les documents devraient être remis par courrier postal. Lorsque les actionnaires y consentent, les documents pourront être transférés par voie électronique. A nouveau, dans une optique de réduction des coûts, la voie électronique, rapide et absolument gratuite, devrait être sérieusement envisagée. Enfin, précisons que l'actionnaire ne peut pas renoncer durablement à son droit de recevoir ces informations¹⁹¹². On ne voit d'ailleurs pas pour quelles raisons un actionnaire accepterait de renoncer expressément et de manière durable à son droit aux renseignements.

966

B. Renseignements et consultation

L'art. 697 CO permet à l'actionnaire d'obtenir certaines informations et/ou de consulter certains livres et correspondances, lorsqu'il le requiert. Il s'agit là d'une information « réactive »¹⁹¹³, puisque l'actionnaire doit se manifester de manière expresse pour obtenir ces renseignements. En raison de la subsidiarité des paliers, l'actionnaire ne pourra exercer son droit d'être renseigné qu'à condition que les informations souhaitées ne se trouvent pas dans le rapport de gestion. Comme pour le premier palier, l'actionnaire ne peut pas renoncer à son droit de requérir certaines informations¹⁹¹⁴.

967

La société peut refuser à l'actionnaire de lui fournir certaines informations et l'empêcher de consulter certains documents, lorsque ces renseignements ne sont pas « nécessaires à l'exercice des droits de l'actionnaire » (art. 697 al. 2 *in initio* CO)¹⁹¹⁵ ou qu'ils pourraient compromettre le secret des affaires ou d'autres intérêts sociaux dignes de protection (art. 697 al. 2 *in fine* CO). En effet, du fait qu'il n'existe pas de devoir de fidélité à la charge de

968

¹⁹¹² Pour tout le paragraphe, CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 696 N 39 et 46.

¹⁹¹³ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 696 N 7 et art. 697 N 38.

¹⁹¹⁴ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 697 N 8.

¹⁹¹⁵ C'est à l'actionnaire de prouver que ces informations sont nécessaires à l'exercice de ses droits, cf. ATF 132 III 71, JdT 2006 I 543, consid. 1.3.1.

l'actionnaire¹⁹¹⁶, le secret d'affaires se doit d'être protégé pour assurer la compétitivité de la société. Il peut s'agir des listes de clients, des marges obtenues sur les produits ou services fournis ou de processus de fabrication¹⁹¹⁷. On considère toutefois comme nécessaires les informations permettant à l'actionnaire de vendre ses titres de participation dans les meilleures conditions¹⁹¹⁸.

C. Contrôle spécial

- 969 Tout actionnaire peut proposer l'institution d'un contrôle spécial, lors de l'assemblée générale (art. 697a al. 1 CO). Le droit de demander l'institution d'un contrôle spécial est ouvert uniquement lorsque l'actionnaire n'ait pas obtenu l'information espérée dans le rapport de gestion ou suite à une interpellation du conseil d'administration lors de l'assemblée générale. Ceci découle du « rapport de subsidiarité » des trois paliers¹⁹¹⁹. Le contrôle spécial doit, quant à lui, porter sur certains points précis, déterminés, non élucidés et nécessaires à l'exercice des droits de l'actionnaire¹⁹²⁰.

D. Autres

- 970 En dehors des trois paliers que nous venons d'aborder, l'actionnaire possède deux autres droits à l'information, plus ponctuels : en premier lieu, celui de consulter le procès-verbal de l'assemblée générale (art. 702 al. 3 CO), par exemple pour « préparer correctement une action en annulation »¹⁹²¹. Deuxièmement, l'actionnaire peut, en tout temps, demander à être informé par écrit au sujet de l'organisation de la gestion (art. 716b al. 2 CO). Cette disposition permet notamment à l'actionnaire de mieux connaître l'attribution des compétences au sein de la haute direction, et de déterminer, si besoin est, contre quel(s) administrateur(s) agir dans le cadre d'une action en responsabilité (art. 754 CO)¹⁹²².

¹⁹¹⁶ DRUEY ET AL., p. 156s.

¹⁹¹⁷ BÖCKLI/BÜHLER, p. 105.

¹⁹¹⁸ BÖCKLI/BÜHLER, p. 102.

¹⁹¹⁹ ATF 133 III 453, JdT 2008 I 20, consid. 7.5 ; ATF 132 III 71, JdT 2006 I 543, consid. 2 ; CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 696 N 9.

¹⁹²⁰ CR CO II-PAULI PEDRAZZINI, art. 697a N 8-17 ; HARI, *Droit à l'information*, p. 96.

¹⁹²¹ HÄNNI, *Responsabilité*, p. 260.

¹⁹²² HÄNNI, *Responsabilité*, p. 261.

III. Conventionnel

En général, l'investisseur n'est pas satisfait par le minimum d'informations que le droit des sociétés suisse garantit aux actionnaires¹⁹²³. Pour reprendre RAPP, assurer le droit à l'information garanti par le droit des sociétés est un véritable « parcours du combattant »¹⁹²⁴. C'est alors de manière conventionnelle que les parties pourront s'octroyer des droits à l'information plus étendus, plus efficaces et plus pratiques que le minimum légal prévu¹⁹²⁵. Rien ne s'oppose, du reste, à ce que les parties conviennent d'une intégration statutaire de ce droit à l'information étendu de l'investisseur. Attention toutefois : alors que les statuts peuvent obliger la société à remettre régulièrement certains renseignements à ses actionnaires, il n'est pas possible d'inscrire statutairement une obligation de confidentialité (art. 680 al. 1 CO *a contrario*). Il faudra donc impérativement prévoir ce mécanisme au niveau contractuel. Ces clauses d'informations et de *reporting* sont essentielles pour les parties¹⁹²⁶.

971

Notons que le besoin d'information est particulièrement important pour l'actionnaire minoritaire qui n'est pas représenté au conseil d'administration¹⁹²⁷. Ce dernier pourra se voir promettre la remise régulière d'un catalogue d'informations, exiger la tenue de séances d'informations régulières, et éventuellement tenter de négocier un siège au conseil d'administration, ou subsidiairement pouvoir placer un observateur lors des séances du conseil d'administration.

972

A. Catalogue d'informations

Il est d'usage d'inclure dans la convention d'actionnaires un catalogue d'informations étendu que la société doit fournir à l'investisseur, en respectant certains délais ou échéances¹⁹²⁸, ou à une certaine fréquence (par exemple de manière mensuelle ou trimestrielle)¹⁹²⁹.

973

¹⁹²³ PHILIPPIN/LOEPFE, p. 295 ; RAPP, *Droit à l'information*, p. 81.

¹⁹²⁴ RAPP, *Droit à l'information*, p. 81.

¹⁹²⁵ SECA, *Shareholders agreement*, p. 11s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 305.

¹⁹²⁶ BONVIN, *Start-up*, § 12 ; Entretien avec M. WILHELM.

¹⁹²⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 289.

¹⁹²⁸ WYSS, 2. Teil, p. 514.

¹⁹²⁹ BONVIN, *Start-up*, § 12 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 308.

1. Contenu

- 974 Bien entendu, le catalogue exact d'informations dépendra du domaine dans lequel la société est commercialement active et de l'importance de l'investissement. Il va sans dire que les renseignements et documents transmis doivent être complets, actuels et conformes à la vérité¹⁹³⁰. Ce catalogue d'informations est principalement constitué des comptes trimestriels et annuels, des modifications amenées au *business plan*, des litiges et procédures impliquant la société ainsi que de résumés réguliers des développements commerciaux¹⁹³¹. On pense en particulier aux *financial statements/forecasts*, au bilan, aux comptes de pertes et profits, au flux de trésorerie ou aux diverses prévisions budgétaires¹⁹³². On peut aussi prévoir que les parties seront en droit de demander toute autre information de manière ponctuelle¹⁹³³.
- 975 Par ailleurs, la structure du *management* et de l'actionnariat revêt une importance essentielle pour l'investisseur. Toutefois, contrairement à un créancier ordinaire qui n'a aucun accès à ces informations, l'investisseur conserve un certain contrôle sur ces éléments, que ce soit par le biais de son droit de vote ou de droits d'acquisition. En d'autres termes, il serait redondant de faire figurer ce type d'informations dans le catalogue, puisqu'il y a déjà accès en sa qualité d'actionnaire, respectivement de partie à la convention d'actionnaires.
- 976 Enfin, précisons qu'il est aussi d'usage de prévoir que l'investisseur sera en droit de visiter les locaux lorsqu'il en fait la requête au préalable¹⁹³⁴. Pour le surplus, nous renvoyons à ce qui a été dit précédemment à ce sujet dans le cadre du droit à l'information pouvant être octroyé au prêteur (*cf.* N 476).

2. Forme

- 977 Les parties pourront convenir de la forme sous laquelle les informations devront être remises à l'investisseur, en d'autres termes de quelle manière elles lui seront communiquées. On pense ici principalement à la forme tradition-

¹⁹³⁰ *Ibid.*

¹⁹³¹ Pour une liste pouvant vraisemblablement être considérée comme exhaustive tant elle est complète, *cf.* VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 306-308. Voir aussi HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1058s.

¹⁹³² SECA, *Shareholders agreement*, p. 11.

¹⁹³³ *Ibid.*

¹⁹³⁴ SECA, *Shareholders agreement "light"*, p. 5.

nelle qu'est le courrier postal, même s'il est de plus en plus fréquent que cela soit effectué par courriel¹⁹³⁵, pour des questions de rapidité et de coûts.

3. Délai et fréquence

Il est recommandé de préciser le délai dans lequel certains documents requis devront être transmis à la partie concernée. On pourrait donc imaginer que les comptes annuels devront être remis dans les 120 jours suivant la fin de l'année, ou que les procédures ouvertes à l'encontre de la société devront être communiquées à l'investisseur dans les 30 jours suivant l'ouverture de ladite procédure. Parallèlement, on prendra soin de définir la fréquence à laquelle les informations doivent être remises aux parties : en principe les parties se contenteront d'une fréquence mensuelle ou trimestrielle. Il est absolument concevable de prévoir, au surplus ou de manière alternative, que les informations seront transmises sur la base d'une réquisition active de l'actionnaire. Une telle clause pourrait cependant entraîner une surcharge administrative de la société, qui devra répondre aux demandes de réquisition des parties concernées en tout temps, y compris lorsqu'il d'autres priorités ou événements clés nécessitent toute l'attention de la société et de son *management* (commercialisation du produit, conclusion de nouveaux contrats de financement, négociations de partenariats majeurs, etc.).

978

B. Séances d'informations

Il est possible de prévoir, à l'échelon contractuel, que des séances d'information, organisées par la société, auront lieu de manière périodique, en plus de l'assemblée générale¹⁹³⁶. Cela peut aussi être inscrit dans les statuts, en raison de l'art. 709 al. 2 CO qui permet de prendre certaines dispositions particulières pour protéger les minorités. C'est en principe le *management* qui convoquera ces séances, même si l'on peut aussi convenir, cumulativement ou alternativement, que c'est l'investisseur qui est en droit de convoquer une telle séance d'informations.

979

La tenue de telles séances peut se révéler particulièrement utile, en particulier lorsque le cercle actionnarial est encore restreint ; il est alors relativement simple de tenir de telles séances et l'échange d'informations qui prend place sera bénéfique, aussi bien pour la société et son *management* que pour les

980

¹⁹³⁵ *Ibid.*

¹⁹³⁶ PETER/JACQUEMET, p. 208. Le modèle SECA propose de prévoir cela de manière mensuelle, cf. SECA, *Shareholders agreement*, p. 11.

actionnaires, qu'ils soient impliqués dans la gestion, ou qu'ils aient un rôle plutôt passif. Ils garderont en tous les cas le droit de ne pas assister aux séances.

C. Audit

- 981 Il est possible de prévoir dans la convention d'actionnaires que l'investisseur a le droit d'appointer un auditeur indépendant pour inspecter et contrôler les comptes de la jeune société. Un tel auditeur aura les droits qu'un organe de révision légal aurait eu dans sa fonction (accueil dans les locaux, remise de copies de documents importants, etc.)¹⁹³⁷.

D. Observateur

- 982 Il est aussi imaginable de convenir qu'une personne puisse assister aux séances du conseil d'administration en qualité d'observateur¹⁹³⁸. Nous renvoyons le lecteur à ce qui a été dit à ce sujet précédemment (*cf.* N 809). Rappelons toutefois que l'observateur n'a aucun droit formel à être renseigné sur les affaires de la société, contrairement à l'administrateur (art. 715a CO).

IV. Responsabilité

- 983 Se pose enfin la question de savoir les conséquences juridiques de la remise d'informations fausses, incomplètes ou inexactes par le conseil d'administration aux actionnaires, en vertu du droit aux renseignements légal de l'actionnaire, ou du droit à l'information ménagé de manière contractuelle par les parties.
- 984 En premier lieu, lorsque de tels actes sont intentionnels, la responsabilité pénale des administrateurs peut être engagée¹⁹³⁹. Tout d'abord, lorsqu'il s'agit de la remise de faux renseignements sur des entreprises commerciales (art. 152 CP) : une telle infraction sera retenue lorsque « des renseignements faux ou incomplets d'une importance considérable, susceptibles de déterminer autrui à disposer de son patrimoine de manière préjudiciable à ses intérêts pécuniaires » (art. 152 CP 2nd paragraphe *in fine*). Cette infraction implique toutefois que la communication d'informations fausses ou inexactes soit « desti-

¹⁹³⁷ SECA, *Shareholders agreement*, p. 13.

¹⁹³⁸ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 709 N 14 ; PETER/JACQUEMET, p. 208.

¹⁹³⁹ ZEN-RUFFINEN/BAUEN, p. 522s.

né[e] à l'ensemble des associés d'une société commerciale » (art. 152 CP). En d'autres termes, il faut que la communication soit faite collectivement aux actionnaires de la jeune société¹⁹⁴⁰. Cette disposition n'est donc pas utile à l'investisseur individuellement renseigné, actionnaire au sein d'une jeune société¹⁹⁴¹, mais s'appliquera lorsque ce sont l'ensemble des actionnaires de la jeune société qui ont été trompés.

Si des informations inexactes ou trompeuses sont remises volontairement à un investisseur, pour qu'il consente à un nouveau financement, alors on se trouve dans un cas de dol (art. 28 al. 1 CO), déjà abordé précédemment dans le cadre de la *due diligence* (cf. N 703). A cela s'ajoutent les responsabilités pénales pour escroquerie (art. 146 CP) et/ou atteinte astucieuse aux intérêts pécuniaires d'autrui (art. 151 CP)¹⁹⁴². On pense ici à un administrateur dissimulant une situation financière précaire, ou tout autre fait négatif pour la société, pour éviter notamment que l'investisseur ne se désengage, évince l'administrateur ou fasse valoir une protection anti-dilution ou une clause de garantie.

985

Pour le cas où l'inexactitude des informations n'est pas volontaire, on peut se demander si la responsabilité personnelle de l'administrateur peut être engagée, et si oui, sur quelle base légale. Il s'agit là d'une problématique n'ayant encore pas été réellement abordée par la doctrine spécialisée. La responsabilité fondée sur la confiance, basée sur l'art. 2 CC ne s'applique à notre avis que pour les cas de responsabilité pré-contractuelle, notamment durant la *due diligence* de l'investisseur (voir nos développements à ce sujet, cf. N 703). A notre sens, rien ne s'oppose à l'application de l'art. 754 CO, en ce sens que les administrateurs ont violé un devoir qui leur était imposé par la loi, à savoir celui de remettre des informations exactes aux actionnaires (art. 697 ss CO)¹⁹⁴³. Pour la notion d'informations inexactes, nous proposons de reprendre les définitions posées par l'art. 752 CO, portant sur la responsabilité pour le prospectus d'émission, à propos « des informations inexactes, trompeuses ou non conformes aux exigences légales » ayant été émises. Il s'agit de faits ne correspondant pas à la vérité, de l'omission de certaines informations donnant une « vision tronquée » de la réalité, de données non actualisées, ou recourant

986

¹⁹⁴⁰ CR CP II-THORMANN/REMUND, art. 152 N 55.

¹⁹⁴¹ HÄNNI, *Responsabilité*, p. 71.

¹⁹⁴² Pour les aspects pénaux, cf. HÄNNI, *Responsabilité*, p. 70s.

¹⁹⁴³ Du même avis, BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 2364, qui parle de « Informationsdelikt ». Voir aussi CSBP, N 3 : « Le conseil d'administration informe les actionnaires de façon qu'ils puissent exercer leurs droits en ayant connaissance des informations essentielles à la prise de décision », ainsi que CR CO II-CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, art. 752 N 27 et art. 754 N 25.

à des procédés « plus ou moins astucieux qui amènent le destinataire de l'information à se faire une fausse représentation de la réalité »¹⁹⁴⁴.

- 987 Enfin, les parties à la convention d'actionnaires (fondateurs, investisseurs, société, *cf.* N 737) qui se sont engagées à remettre des informations exactes, complètes et précises, pourront bien évidemment être actionnées en responsabilité contractuelle, puisque la remise d'informations fausses ou inexactes constitue une violation contractuelle, et constitue de ce fait un cas d'inexécution (art. 97 ss CO), et vraisemblablement le paiement d'une peine conventionnelle (*cf.* N 1194).

Chapitre 6 : Droits patrimoniaux

- 988 Certains droits patrimoniaux (parfois aussi appelés « droits financiers ») sont octroyés aux parties, en vertu du droit des sociétés suisse et selon ce qui a été décidé dans la convention d'actionnaires. Pendant l'engagement, les retombées patrimoniales pour l'actionnaire peuvent se faire sous la forme du versement de dividendes. Lors du désengagement, de telles retombées apparaîtront lors de la vente de leur participation, ou d'un excédent de liquidation¹⁹⁴⁵.
- 989 En principe, le but d'un investisseur professionnel est d'obtenir un retour sur investissement, sur le court à moyen terme. Le risque financier étant largement supporté par les investisseurs, il est normal que ces derniers obtiennent certains avantages patrimoniaux (« droits préférentiels », « droits de préférences », « *preferential/priority rights* », « *Vorzugsrechte* »). Ces avantages, définis et réglés dans la convention, aboutissent parfois à l'émission d'actions privilégiées¹⁹⁴⁶, bénéficiant alors d'un renfort statutaire. Même s'il est vrai que ces avantages patrimoniaux permettent en premier lieu à l'investisseur d'obtenir un retour sur investissement de manière prioritaire, ils ont aussi pour effet d'encourager le *management*, qui détient souvent un certain nombre

¹⁹⁴⁴ CR CO II-CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, art. 752 N 12 ss. Pour la jurisprudence fédérale, ATF 129 III 71, consid. 2.4 ; ATF 131 III 306, JdT 2006 I 56, consid. 3.2.2.

¹⁹⁴⁵ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 276.

¹⁹⁴⁶ SECA, *Shareholders agreement*, p. 4.

d'actions ordinaires, à faire augmenter la valeur de la société, pour espérer certaines retombées patrimoniales après le privilège de l'investisseur¹⁹⁴⁷.

Pour éviter tout malentendu, confusion, tensions et litiges, il est vital que les parties règlent les privilèges patrimoniaux et leurs conséquences futures. Il arrive que les fondateurs soient trop obnubilés par les perspectives d'investissement pour réaliser les privilèges patrimoniaux qu'ils laissent à l'investisseur, et soient par la suite estomaqués par les proportions que de tels privilèges prennent¹⁹⁴⁸. Précisons enfin que le cadre légal proposé par le droit des sociétés ne permet pas de régler parfaitement les droits patrimoniaux prenant naissance, dans le contexte du financement d'une jeune société. Il faudrait ancrer et/ou clarifier certains principes dans la loi ou en autoriser l'intégration statutaire : on pense par exemple au droit de conversion individuel ou aux privilèges sur le produit de vente ; en pratique, ce flou juridique aboutit encore trop souvent à des tensions et litiges entre les parties¹⁹⁴⁹.

990

I. Durant l'investissement

Pendant l'investissement, divers privilèges patrimoniaux peuvent être octroyés à l'investisseur. Comme nous le verrons, ils peuvent être aménagés grâce à la création d'actions privilégiées et/ou à l'utilisation de clauses dans la convention d'actionnaires¹⁹⁵⁰. En général, les deux méthodes sont utilisées parallèlement, pour pouvoir bénéficier de la protection offerte par le droit des sociétés et par le droit des obligations¹⁹⁵¹. Relevons toutefois que la création d'une telle catégorie d'actions a pour conséquence de compliquer fortement la structure de l'actionnariat, ce qui peut être inopportun dans certains cas, notamment pour une entrée en bourse¹⁹⁵². On renonce généralement à la création d'actions privilégiées au sens de l'art. 654 CO pour les investissements modiques ; d'ailleurs, les modèles *lights* proposés par la SECA depuis 2018 ne proposent pas l'émission de telles actions¹⁹⁵³.

991

¹⁹⁴⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 280s.

¹⁹⁴⁸ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 130 ; TREZZINI, *Finanzierungsstrukturierung*, p. 212s. ; Entretien avec M. WILHELM.

¹⁹⁴⁹ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 144.

¹⁹⁵⁰ SECA, *Shareholders agreement*, p. 4.

¹⁹⁵¹ WENGER, *Venture Capital*, p. 17.

¹⁹⁵² WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 56.

¹⁹⁵³ SECA, *Investment agreement "light"*, p. 3.

A. Dividendes

992 Le versement de dividendes suppose la réalisation d'un bénéfice suffisant (art. 675 al. 2 CO), ce qui est rarement le cas des jeunes sociétés¹⁹⁵⁴ : soit la jeune société réalise des pertes et il n'y a pas de dividendes, soit elle réinvestit la totalité de ses gains, durement gagnés, pour soutenir sa croissance¹⁹⁵⁵. Les parties s'accorderont usuellement à renoncer à l'octroi de dividendes pendant les premières années d'existence de la société¹⁹⁵⁶. A noter que le fait pour une société de viser un bénéfice sur le long terme uniquement est un principe reconnu par la jurisprudence fédérale¹⁹⁵⁷. Par ailleurs, la renonciation au versement de dividendes s'explique aussi par le fait que l'investisseur souhaite réaliser son retour sur investissement principalement lors de son désengagement et non par le biais des dividendes¹⁹⁵⁸. Pour couronner le tout, le versement de dividendes n'est pas optimal d'un point de vue fiscal, en raison de la potentielle double imposition ayant lieu¹⁹⁵⁹. Relevons par ailleurs que l'octroi d'un privilège concernant les dividendes revient à limiter le droit aux dividendes des actionnaires ordinaires. Alors qu'une telle limitation est acceptable, elle ne saurait cependant priver de dividendes, entièrement et durablement, une certaine catégorie d'actionnaires¹⁹⁶⁰.

993 Pour le cas où le versement de dividendes est tout de même envisagé, il est possible d'aménager le privilège relatif aux dividendes dans une très large en mesure, idéalement pour prendre en compte le statut de la jeune société. Ainsi, avec la mise en place d'une politique de dividendes, on pourra prévoir qu'un dividende ne sera versé que jusqu'à concurrence d'un certain montant, souvent en fonction du versement opéré au capital-actions. Des conditions temporelles et hiérarchiques peuvent aussi être définies, autrement dit quand et dans quelle mesure les actions privilégiées profiteront des dividendes. Le droit au dividende peut être aménagé de manière à ce qu'il soit ponctuel, cumulatif ou

¹⁹⁵⁴ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1088 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 273.

¹⁹⁵⁵ ETIQUE/VILLA, p. 250 et les références citées ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 192 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 217 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 24 qui parle de « *Auf- und Ausbau des Unternehmens* ».

¹⁹⁵⁶ SECA, *Shareholders agreement*, p. 13. Pour une analyse détaillée de ce type de clauses, cf. VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 168-170.

¹⁹⁵⁷ ATF 100 II 384, JdT 1975 I 334, consid. 4 : le droit de l'actionnaire de participer au bénéfice net (art. 660 CO) n'est pas violé lorsque la société poursuit, pour des motifs objectifs, une politique commerciale ne rapportant des bénéfices qu'à long terme.

¹⁹⁵⁸ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 56.

¹⁹⁵⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 217.

¹⁹⁶⁰ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1929.

continu¹⁹⁶¹, le faisant alors largement ressembler à un intérêt. Néanmoins, il n'existe pas de droit au remboursement de l'apport ou de droit au versement d'un dividende à titre d'intérêts (art. 675 CO)¹⁹⁶². En d'autres termes, il n'est pas possible de garantir statutairement le versement de dividendes à l'investisseur. Il reste possible pour une partie de s'engager contractuellement à indemniser l'investisseur, lorsque la société ne peut ou ne veut pas verser de dividendes¹⁹⁶³.

B. Actions privilégiées

Les actions privilégiées (« *preferred/preference shares* »¹⁹⁶⁴, « *Vorzugsaktien* »), qu'il faut comprendre comme « actions à droit patrimonial privilégié »¹⁹⁶⁵, permettent à l'investisseur d'obtenir certains avantages pécuniaires par rapport aux actionnaires ordinaires, notamment en ce qui concerne les dividendes, la part de liquidation et/ou le droit préférentiel de souscription (art. 656 al. 2 CO). Elles doivent être prévues dans les statuts (art. 627 ch. 9 CO). Pour éviter tout risque de confusion et ajouter un niveau de protection contractuel, la plupart des avantages conférés par les actions privilégiées sont réitérés dans la convention d'actionnaires¹⁹⁶⁶.

994

Auparavant, il était fréquent, lors de l'investissement dans de jeunes sociétés, de *bypasser* purement et simplement l'institution des actions privilégiées et de prévoir des privilèges patrimoniaux de manière purement contractuelle, au travers de la convention d'actionnaires. Désormais, on y recourt plus facilement dans le cas d'investissements allant au-delà de CHF 1 mio¹⁹⁶⁷, en faveur de l'investisseur et en ce qui concerne les privilèges sur les dividendes et de liquidation, laissant le soin à la convention d'actionnaires de régler le privilège sur le produit de vente, l'anti-dilution et les modalités de désengagement¹⁹⁶⁸. *A contrario*, on peut aussi attribuer des actions privilégiées à certaines personnes

995

¹⁹⁶¹ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 112s. ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 56 ; PETER/JACQUEMET, p. 187.

¹⁹⁶² GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 126.

¹⁹⁶³ Plus de détails, cf. VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 171.

¹⁹⁶⁴ WYLER ET AL., p. 71.

¹⁹⁶⁵ KÄSER, *AG und GmbH*, p. 95 ; PETER/JACQUEMET, p. 185.

¹⁹⁶⁶ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 124s., qui recommande de prévoir une clause permettant de résoudre les situations de conflits entre les statuts et la convention.

¹⁹⁶⁷ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 124 ; SECA, *Investment agreement "light"*, p. 3 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 56.

¹⁹⁶⁸ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 125.

clés, comme le fondateur et autres dirigeants, en raison de leurs compétences ou des services qu'ils auraient pu rendre¹⁹⁶⁹.

1. Dividendes

- 996 Par le biais des actions privilégiées, on peut octroyer à une partie un privilège patrimonial lors du versement de dividendes par la société. Le droit des sociétés suisse précise en son art. 675 al. 2 CO que le versement de dividendes ne peut être prélevé que sur le bénéfice résultant du bilan et sur les réserves constituées à cet effet. Il n'est pas possible de déroger à cette norme.

2. Droit de souscription préférentiel

- 997 Il est possible de munir certaines actions d'un privilège portant sur la souscription d'actions futures ; on parle alors d'« actions à droit de souscription privilégié »¹⁹⁷⁰, même si ce terme est rarement rencontré dans la pratique. Les actionnaires possesseurs d'un tel privilège pourront obtenir proportionnellement un plus grand nombre d'actions que les actionnaires ordinaires, lorsque la société procède à une augmentation de capital¹⁹⁷¹.
- 998 L'introduction d'un privilège sur le droit de souscription préférentiel pour certains actionnaires signifie que les actionnaires ordinaires ne peuvent pas participer pleinement aux augmentations de capital. Autrement dit, introduire un privilège sur le droit de souscription préférentiel revient à limiter le droit de souscription préférentiel des actionnaires ordinaires¹⁹⁷². Pour cette raison, une majorité qualifiée est requise pour l'introduction d'actions privilégiées (art. 704 ch. 2 CO) ; il faut aussi respecter les conditions posées par l'art. 652b al. 2 CO¹⁹⁷³.
- 999 Le privilège peut être aménagé de plusieurs manières : on peut tout d'abord réserver les souscriptions futures à certains actionnaires privilégiés uniquement¹⁹⁷⁴. Nous nous rallions toutefois à TRIGO TRINDADE, qui considère que l'attribution permanente de la totalité des droits de souscription préférentiels aux seuls actionnaires privilégiés est inadmissible, en tant qu'elle viderait

¹⁹⁶⁹ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 574 ; PETER/JACQUEMET, p. 186.

¹⁹⁷⁰ PETER/JACQUEMET, p. 189.

¹⁹⁷¹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 189.

¹⁹⁷² GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 116s.

¹⁹⁷³ BSK OR II-LIEBI, Art. 654-656 N 32 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 189.

¹⁹⁷⁴ BSK OR II-LIEBI, Art. 654-656 N 30 ; PETER/JACQUEMET, p. 189.

l'art. 652b CO de sa substance¹⁹⁷⁵. Par ailleurs, on peut répartir le privilège de souscription selon le nombre d'actions détenues et non selon la valeur nominale¹⁹⁷⁶. On peut aussi restreindre le privilège matériellement et/ou temporellement, en le faisant porter uniquement sur l'émission d'un certain type d'actions, d'un certain nombre de titres ou sur un certain nombre d'émissions futures¹⁹⁷⁷ (par exemple les deux prochains tours de financement).

L'une des questions qui se pose est de savoir si un actionnaire peut avoir un droit d'emption à l'encontre de la société, sur ses actions propres et partant, la possibilité d'obliger la société à lui céder un certain nombre d'actions. Le consensus est le suivant : pour autant que la société possède suffisamment d'actions propres et qu'elle ne dépasse pas les seuils légaux de 10%, respectivement 20% (art. 659 CO), une telle *call option* est licite¹⁹⁷⁸.

1000

3. Parts de liquidation

Les actions privilégiées peuvent prévoir des avantages lors de la liquidation, forcée ou non, de la société. Ces avantages porteront généralement sur une part prioritaire du produit de liquidation, à hauteur de l'apport effectué. Nous reviendrons sur les avantages s'étendant à la part de liquidation lorsque nous examinerons les droits patrimoniaux des parties en cas de liquidation de la société (*cf.* N 1029).

1001

4. Autres avantages

Ce ne sont pas uniquement des avantages concernant les dividendes, les parts de liquidation ou le droit préférentiel de souscription qui peuvent être réglés par le biais des actions privilégiées. Ainsi – comme le sous-entend l'art. 656 al. 2 CO avec l'utilisation du mot « notamment » – tout privilège patrimonial peut être envisagé grâce aux actions privilégiées, pour autant que cela soit établi dans les statuts¹⁹⁷⁹. Il peut s'agir du droit à des intérêts intercalaires, le droit d'utiliser certaines installations sociales de la société ou d'un droit préfé-

1002

¹⁹⁷⁵ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 654-656 N 11.

¹⁹⁷⁶ PETER/JACQUEMET, p. 189.

¹⁹⁷⁷ BSK OR II-LIEBI, Art. 654-656 N 29s. ; PETER/JACQUEMET, p. 189s.

¹⁹⁷⁸ PETER/JACQUEMET, p. 190s. et les références citées. Ces auteurs recommandent, pour éviter les mauvaises surprises, de passer par le biais du capital conditionnel afin de permettre de couvrir les options concédées par la société à certains actionnaires.

¹⁹⁷⁹ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 888 ; GERIKE, *Vorzugsrechte*, p. 105 ; WENGER/SPECK, p. 194, ndbp 31.

rentiel de conclure certains contrats avec la société¹⁹⁸⁰. Dans le cadre d'un investissement dans le capital-risque d'une jeune société, il arrive que les actions privilégiées donnent droit au transfert de brevets ou d'autres actifs en cas de liquidation¹⁹⁸¹.

- 1003 L'octroi de privilèges concernant les droits sociaux est plus controversé. *A priori*, ce sont en effet les actions à droit de vote privilégié qui permettront d'octroyer des privilèges dans ce domaine. Ceci doit cependant être nuancé : les actions privilégiées peuvent prévoir le droit d'ajouter un objet à l'ordre du jour ou encore le droit de convoquer une assemblée générale¹⁹⁸².
- 1004 Notons enfin que, conformément au droit des sociétés suisse, les actions privilégiées assurent à leurs titulaires d'obtenir au moins un représentant au conseil d'administration (art. 709 al. 1 CO). Dans le cas où la création d'actions privilégiées est prévue uniquement pour l'investisseur, il serait dès lors inutile de mettre en place d'autres mécanismes contractuels visant à garantir la représentation de ce dernier au conseil d'administration¹⁹⁸³. Le principe de prudence préconise cependant de réitérer un tel droit au niveau contractuel, pour éviter de devoir actualiser et renégocier la convention, lorsque la situation change. Dans un tel cas et à titre d'illustration, la conversion d'actions privilégiées aurait pour effet de supprimer le droit au représentant que les statuts avaient hypothétiquement réservé aux détenteurs de telles actions.
- 1005 La question de savoir si un privilège patrimonial sur le produit de vente des titres de la société peut être intégré dans les actions privilégiées – et donc dans les statuts – sera abordée dans la suite de ce travail, en tant qu'il ne s'agit pas d'un privilège pendant l'investissement (*cf.* N 1035).

5. Fin des privilèges et conversion

- 1006 Parfois, il est impératif de simplifier la structure du capital, notamment en cas de désengagement de l'investisseur et/ou lorsqu'une entrée en bourse est envi-

¹⁹⁸⁰ BSK OR II-LIEBI, Art. 654-656 N 42 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 106 ; PETER/JACQUEMET, p. 194.

¹⁹⁸¹ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 106.

¹⁹⁸² GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 106 et les références citées ; CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 654-656 N 14.

¹⁹⁸³ Sauf pour le cas où l'investisseur revendique plus d'un siège au conseil d'administration, bien évidemment.

sagée¹⁹⁸⁴. Il faut donc supprimer le régime des actions privilégiées et partant, mettre fin aux privilèges qui en découlent. Relevons que cette clause ne touche ni les créanciers ni le substrat de responsabilité de la société¹⁹⁸⁵.

Pour supprimer les privilèges, on convertira simplement les actions privilégiées en actions ordinaires, selon un certain ratio (par exemple 1 : 1)¹⁹⁸⁶. Pour ce faire, une assemblée spéciale doit être convoquée au sens de l'art. 654 al. 2 et 3 CO¹⁹⁸⁷. Se pose alors la question de savoir s'il est possible de renoncer à une telle assemblée grâce à une disposition statutaire définissant les conditions auxquelles les privilèges s'éteignent automatiquement, comme par exemple l'écoulement d'un certain laps de temps ou la réalisation de certains objectifs¹⁹⁸⁸. Une telle automatisation se révèle fort utile puisqu'il n'est plus nécessaire de convoquer une assemblée générale pour procéder à la conversion. Pour GERICKE, il s'agit en tous les cas d'une modification des statuts qui ne peut pas être automatique¹⁹⁸⁹. Cet auteur propose de déléguer à l'avance au conseil d'administration la compétence de modifier les statuts afin de supprimer les privilèges, en cas d'entrée en bourse notamment¹⁹⁹⁰. D'autres auteurs considèrent que même une simple délégation ne devrait pas être possible¹⁹⁹¹. Nous partageons l'avis d'une grande partie de la doctrine qui considère qu'une conversion automatique est acceptable pour autant, bien évidemment, qu'elle figure dans les statuts¹⁹⁹². Une telle clause doit en tous les cas être introduite dans les statuts avant ou lors de la décision d'émission d'actions privilégiées ; si elle devait être introduite après, elle nécessiterait l'approbation de l'assemblée spéciale des actionnaires privilégiés¹⁹⁹³.

1007

¹⁹⁸⁴ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 890 ; GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 125 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 118 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1092 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 142s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 214.

¹⁹⁸⁵ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 2145.

¹⁹⁸⁶ SECA, *Shareholders agreement*, p. 18.

¹⁹⁸⁷ BSK OR II-LIEBI, Art. 654-656 N 56 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 119 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1092.

¹⁹⁸⁸ Par exemple, prévoir qu'une fois qu'un certain retour sur investissement est réalisé par l'investisseur ou qu'une entrée en bourse se profile, les privilèges s'éteindront, cf. GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 125.

¹⁹⁸⁹ *Contra* TRIPPEL, *IPO*, p. 222.

¹⁹⁹⁰ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 120 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 214.

¹⁹⁹¹ À ce sujet, GERHARD, *Private investments*, p. 288 et les références citées.

¹⁹⁹² BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 888 ss ; CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656 CO N 29 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 142 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 214s. *Contra* HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1092.

¹⁹⁹³ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656 CO N 29 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 215.

- 1008 Pour s'assurer que la conversion des actions privilégiées en actions ordinaires se fasse rapidement et sans accroc lorsqu'une introduction en bourse se profile, il est d'usage de prévoir dans la convention d'actionnaires qu'une assemblée générale permettant la conversion des actions sera tenue¹⁹⁹⁴. Il serait aussi possible de prévoir un « *conversion right* » en faveur de l'actionnaire privilégié : un tel droit permet à l'actionnaire de demander la conversion de son action privilégiée en action ordinaire¹⁹⁹⁵. Pour mettre en œuvre ce droit, la procédure à suivre pour la conversion doit figurer dans les statuts. On peut ainsi décider que la conversion a lieu dès le moment où l'actionnaire privilégié déclare expressément au conseil d'administration son souhait de convertir son action¹⁹⁹⁶. Le conseil d'administration devrait alors modifier les statuts conformément à l'art. 653g CO. On rencontre fréquemment un tel mécanisme aux États-Unis ; on pourrait donc envisager d'octroyer ce droit à l'investisseur, notamment lorsqu'il est américain et qu'il le désire.

C. Bons de participation

- 1009 Pour attribuer certains avantages patrimoniaux à l'une des parties, il est possible de passer par le biais des bons de participation. On pourrait même aller jusqu'à conférer des avantages patrimoniaux aux bons : il s'agirait là en quelque sorte de bons de participation privilégiés¹⁹⁹⁷. Pour le surplus, nous renvoyons à ce qui a été dit précédemment sur ce type de titres (*cf.* N 783 ss).

D. Bons de jouissance

- 1010 Il est possible d'allouer certains avantages patrimoniaux à l'investisseur – ou au fondateur si les parties le souhaitent – à travers la remise de bons de jouissance (art. 657 ss CO)¹⁹⁹⁸. Par avantages patrimoniaux, on entend une part du bénéfice ou du produit de liquidation, un droit de souscription préférentiel (art. 657 al. 2 CO) mais aussi, selon une appréciation plus libérale de la doctrine majoritaire, tous les privilèges qui peuvent être attachés aux bons de participation¹⁹⁹⁹. Comme le précise l'art. 657 al. 1 CO, on ne peut remettre des

¹⁹⁹⁴ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 121 ; TRIPPEL, *IPO*, p. 222 ss.

¹⁹⁹⁵ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 125 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 118.

¹⁹⁹⁶ BSK OR II-LIEBI, Art. 654-656 N 51 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 121 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 18.

¹⁹⁹⁷ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 888.

¹⁹⁹⁸ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 888 ; EMCH ET AL., p. 680 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 592.

¹⁹⁹⁹ PETER/JACQUEMET, p. 198 et les références citées.

bons de jouissance qu'à des personnes liées à la société par des mises de fonds antérieures, à des actionnaires ou encore des employés, ou de personnes liées à la société « à un titre analogue » (il faut ici comprendre les acteurs de la société ayant contribué à son développement²⁰⁰⁰). À défaut d'une telle relation, il n'est pas possible d'attribuer des bons de jouissance²⁰⁰¹.

Comme déjà mentionné, le bon de jouissance complique l'organisation de l'investissement et la structure du capital ; en outre, le bon de jouissance est illiquide et de ce fait peu utile à l'investisseur, eu égard à ses perspectives d'*exit* (cf. N 875). Cela se reflète en pratique : l'octroi de bons de jouissance est extrêmement rare, les bons de jouissance ne jouant qu'un rôle marginal, étant plutôt utilisés en cas d'assainissement²⁰⁰² : on peut octroyer des bons de jouissance à un créancier ayant abandonné partiellement ou entièrement sa créance, ou à un actionnaire ayant effectué un apport à fonds perdus.

Nous sommes d'avis que le bon de jouissance devrait être utilisé plus généreusement lorsqu'il s'agit de récompenser le fondateur pour les sacrifices consentis et la dilution inévitablement subie par ce dernier lors de l'arrivée au capital de nouveaux investisseurs, ou encore pour le cas où le fondateur se verrait contraint de *step down* et de quitter le conseil d'administration. Sans pour autant remédier aux conséquences précitées, potentiellement difficiles à accepter pour le fondateur, la remise de bons de jouissance aurait pour mérite d'apaiser le fondateur et de compenser une éventuelle frustration. Enfin, le bon de jouissance gagnerait à être utilisé dans le cadre des plans d'intéressement : il constitue une forme souple et fiscalement attrayante de participation aux bénéfices de l'entreprise²⁰⁰³.

E. Avantages en faveur des fondateurs

Il est possible, selon l'art. 628 al. 3 CO, de prévoir certains avantages en faveur notamment des fondateurs²⁰⁰⁴, en contrepartie d'apports ou de prestations fournis par ces derniers, pendant la période de constitution de la société ou au

²⁰⁰⁰ WILHELM Christophe, *Les bons de jouissance peuvent fournir une intéressante alternative pour la rémunération d'acteurs clés de l'entreprise*, 28 juin 2018 <<https://www.wilhelm-avocats.ch/blog/bons-de-jouissance/>> (consulté le 27 juin 2019).

²⁰⁰¹ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 888.

²⁰⁰² Message révision SA 1983, p. 822 ; MEISTER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 101 ; PETER/JACQUEMET, p. 196.

²⁰⁰³ Message révision SA 1983, p. 822 et 905 ; BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 646 ; CHE-NAUX/DUMMERMUTH, p. 7 ; PETER/JACQUEMET, p. 197.

²⁰⁰⁴ Au sens strict du terme, cf. N 78.

début de son activité²⁰⁰⁵. La portée de ces avantages est « considérable [mais] fréquemment ignorée »²⁰⁰⁶. L'octroi de tels avantages constituent une « modalité d'utilisation du capital » et non un mode de libération dudit capital. Bien qu'ayant un fondement statutaire, ils confèrent des privilèges de nature contractuelle²⁰⁰⁷. Sont admissibles des droits préférentiels habituellement rattachés aux actions privilégiées, d'indemnités pécuniaires (aussi appelées « rente de fondateur »), de droits d'habitation ou d'usage, de droits de souscription préférentiels, etc. Enfin, ils peuvent être ponctuels ou récurrents²⁰⁰⁸. Ces avantages sont rattachés à la personne et non à la détention d'actions²⁰⁰⁹. Enfin, au niveau des limitations légales, mentionnons que les avantages doivent être concédés par le biais des statuts (art. 628 al. 3 CO). En second lieu, lesdits avantages doivent respecter le droit des sociétés suisse ; il n'est donc pas possible de restituer les apports sous ce prétexte²⁰¹⁰. A l'instar de ce qui a été dit précédemment à propos des bons de jouissance, prévoir certains avantages en faveur du fondateur (notamment une rente) permettra d'apaiser ce dernier pour le cas où ce dernier accepte mal la dilution découlant de l'arrivée de nouveaux investisseurs au capital de la jeune société.

II. En cas de liquidation

1014 Scénarios redoutés, les cas de liquidation hors ou dans la faillite doivent tout de même être envisagés. Alors que la faillite d'une jeune société est monnaie courante, il en va autrement de la liquidation volontaire qui est, elle, extrêmement rare. En effet, le but étant de se développer et non de dégager immédiatement un bénéfice, il n'existe à proprement parler aucune raison de liquider prématurément et volontairement la société. En cas de faillite, il s'agit d'un cas de liquidation forcée, c'est-à-dire non désirée. Dans ces cas-là, il n'existe généralement pas d'excédent de liquidation à distribuer aux investisseurs²⁰¹¹.

²⁰⁰⁵ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 628 N 17 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 56.

²⁰⁰⁶ PETER/JACQUEMET, p. 200.

²⁰⁰⁷ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 628 N 18 ; PETER/JACQUEMET, p. 201.

²⁰⁰⁸ ATF 131 III 636, JdT 2006 I 539, consid. 2.2 ; CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 628 N 19 ; PETER/JACQUEMET, p. 200 ss.

²⁰⁰⁹ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 133 ; CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 628 N 17.

²⁰¹⁰ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 628 N 18. Pour plus de détails quant aux avantages particuliers, au regard du principe de la protection du capital selon l'art. 680 al. 2 CO, cf. PETER/JACQUEMET, p. 203s.

²⁰¹¹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 176 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 214, ndbp 6 ; WYSS, 2. Teil, p. 516.

Précisons d'emblée que la doctrine spécialisée tend à utiliser le terme de liquidation de manière très – voire trop – large. En effet, on retrouve souvent le terme de « privilège de liquidation » (ou « préférence de liquidation ») pour désigner tout privilège octroyé à l'investisseur en cas d'*exit*, par la vente des titres notamment²⁰¹². Nous choisissons, dans le présent travail, d'utiliser le terme « privilège de liquidation » pour désigner uniquement le privilège portant sur le produit de liquidation au sens de l'art. 660 al. 2 et 3 CO. Quant au privilège octroyé à l'investisseur lors de la vente des titres, c'est le terme « privilège sur le produit de vente » que nous utiliserons (*cf.* N 1035 ss).

1015

A. Hors faillite

1. Causes

Lorsque la jeune société n'a pas réussi à se faire une place sur le marché et ne parvient pas, de ce fait, à dégager un chiffre d'affaires, elle doit être liquidée. Il s'agit là d'un scénario d'*exit* peu séduisant pour les parties, qui repartiront souvent bredouilles.

1016

Une liquidation volontaire – c'est-à-dire hors faillite – ne sera envisagée que lorsqu'il devient évident que la jeune société n'a pas ou plus d'avenir économique²⁰¹³. Cela peut être le cas par exemple lorsque la technologie qu'elle développe devient obsolète ou qu'une modification législative empêche la jeune société de commercialiser son produit ou service (ou de continuer à le commercialiser). La société n'est alors pas forcément en perte de capital, mais risque bien de l'être dans un futur proche ; il faut donc sauver et récupérer ce qui peut encore l'être.

1017

Comme nous le verrons dans les paragraphes qui suivent, la liquidation hors faillite peut aussi découler de la volonté unilatérale d'une des parties de procéder de la sorte. Outre le droit à la liquidation prévu par la loi (art. 736 CO), la convention d'actionnaires peut prévoir qu'un actionnaire (souvent l'investisseur) possède un droit de liquidation forcée, lorsque certains objectifs n'ont pas été atteints ou face à des violations répétées de la convention.

1018

²⁰¹² Voir à ce sujet HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1092 ; JACCARD, *Privilège de liquidation*, p. 60.

²⁰¹³ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 218.

2. Procédure

- 1019 Tout d'abord, il s'agit de dissoudre la société²⁰¹⁴, de liquider les actifs s'il en reste, de régler les passifs et de distribuer un éventuel produit de liquidation aux actionnaires²⁰¹⁵. Puis, la société est radiée du registre du commerce, conformément à l'art. 746 CO.
- 1020 Comme le précise l'art. 736 CO, il existe plusieurs cas de figure menant à la liquidation de la société : en raison d'une clause statutaire (ch. 1) ; par décision de l'assemblée générale (ch. 2) à la majorité qualifiée (art. 704 al. 1 ch. 8 CO) ; par l'ouverture de la faillite (ch. 3) ; pour justes motifs lorsque des actionnaires représentant 10% au moins du capital-actions le requièrent (ch. 4). Les justes motifs ne sont toutefois pas définis ; il faut ainsi trancher selon les circonstances concrètes, à la lumière du droit et de l'équité (art. 4 CC), en tenant compte des intérêts de chaque partie, qu'il s'agisse des actionnaires (majoritaires ou minoritaires), des créanciers ou des employés²⁰¹⁶. La jurisprudence a notamment retenu que des cas de mauvaise gestion durable ou de défaut de rentabilité de l'entreprise constituaient des justes motifs²⁰¹⁷. Enfin, tout autre motif prévu par la loi est susceptible de déclencher la liquidation (art. 736 ch. 5 CO) ; on pense notamment à la violation de dispositions légales lors de la fondation ou à un but statutaire illicite et/ou contraire aux mœurs²⁰¹⁸.
- 1021 Une fois la procédure de liquidation ouverte, le but de la société change : il faut désormais la conduire à la liquidation. La raison sociale est modifiée en conséquence, en y ajoutant le terme « en liquidation » (art. 739 al. 1 CO ainsi que 63 al. 3 lit. c ORC) ou « en liq. »²⁰¹⁹.

3. Droit à la liquidation

- 1022 L'investisseur possède parfois deux manières de demander la liquidation : un droit légal et un droit conventionnel²⁰²⁰. Son droit légal, tout d'abord, lui permet de requérir la convocation de l'assemblée générale et l'inscription à

²⁰¹⁴ C'est-à-dire prendre la décision qui déclenche la procédure de liquidation et met fin à son existence juridique, cf. STOFFEL, *Dissolution*, p. 428.

²⁰¹⁵ Pour plus de détails sur la procédure de liquidation, cf. STOFFEL, *Dissolution*, p. 437s.

²⁰¹⁶ CR CO II-RAYROUX, art. 736 N 22 ss.

²⁰¹⁷ ATF 126 III 266, consid. 1c et 2a ; pour une critique de cet arrêt, cf. CR CO II-RAYROUX, art. 736 N 24 ; WOHLMANN, *Aktiengesellschaft*, p. 154s.

²⁰¹⁸ CR CO II-RAYROUX, art. 736 N 28 ss.

²⁰¹⁹ STOFFEL, *Dissolution*, p. 437.

²⁰²⁰ GERHARD, *Exit*, p. 134 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 301.

l'ordre du jour de la dissolution de la société, pour autant qu'il détienne au moins 10% du capital-actions (art. 699 al. 3 CO)²⁰²¹. La décision de liquidation devra toutefois obtenir la majorité qualifiée de 2/3 des voix attribuées aux actions représentées et la majorité absolue des valeurs nominales représentées, en tant qu'il s'agit d'une décision importante au sens de la loi (art. 704 al. 1 ch. 8 CO). La dissolution – et liquidation subséquente – de la société peuvent être demandées au juge par le ou les actionnaires représentant 10% au moins du capital-actions – ou du capital-participation²⁰²² – lorsqu'il existe des justes motifs (art. 736 ch. 4 CO). Par juste motifs, il faut entendre notamment des « violations graves et persistantes des droits des actionnaires minoritaires », une mauvaise gestion durable ou un défaut de rentabilité de la société²⁰²³.

Au niveau conventionnel, le droit d'exiger la liquidation doit être prévu par des accords de vote dans la convention d'actionnaires (*cf.* N 716), permettant de s'assurer que les autres actionnaires voteront la dissolution de la société (art. 736 ch. 2 CO). Selon nous, il est important de ne pas octroyer ce droit à la légère, et de prévoir qu'il ne naîtra qu'après un certain laps de temps ou lorsque certains objectifs n'ont pas été atteints²⁰²⁴. Ce sera souvent en raison de situations financières précaires ou de conflits durables et insolubles avec les fondateurs que l'investisseur choisira d'exercer ce droit, pour autant qu'il soit parvenu à se l'arroger, bien évidemment.

1023

4. Utilité

Pour l'investisseur, la liquidation peut tout de même présenter certains avantages : tout d'abord, les dispositions sur la protection du capital cessent de s'appliquer²⁰²⁵. Cela signifie que le capital-actions et les réserves liées peuvent être remboursés aux actionnaires. Pour le cas où il existe un excédent de liquidation et que l'investisseur dispose d'une préférence sur ce résultat (ce que nous abordons au point suivant), il réalise un certain retour sur investissement²⁰²⁶. Une telle préférence peut être inscrite dans les statuts, par le biais des actions privilégiées (art. 654 ss CO) ; les sociétés de capital-risque s'arrogent

1024

²⁰²¹ ATF 142 III 16, consid. 2 : contrairement à la lettre de la loi, peuvent aussi requérir l'inscription à l'ordre du jour les actionnaires disposant d'au moins 10% du capital-actions.

²⁰²² CR CO II-RAYROUX, art. 736 N 17 et la référence à STOFFEL.

²⁰²³ CR CO II-RAYROUX, art. 736 N 23s. ; SÖDING, *Private Equity*, p. 379 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 301s.

²⁰²⁴ Du même avis, GERHARD, *Exit*, p. 134.

²⁰²⁵ GERHARD, *Exit*, p. 133.

²⁰²⁶ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 888 ; GERHARD, *Exit*, p. 133.

d'ailleurs souvent un tel privilège²⁰²⁷, soit par le biais des actions privilégiées, soit par le biais purement contractuel. La liquidation volontaire est parfois couplée avec un ou plusieurs *asset deals*²⁰²⁸.

- 1025 Par ailleurs, la menace de la liquidation est un atout de taille pour un investisseur important, comme une société de capital-risque : il peut utiliser cette menace pour que la société – et les autres actionnaires – le soutiennent dans la vente de sa participation²⁰²⁹, notamment en cas de *trade sale*. Toutefois, l'investisseur financier qui met sa menace à exécution et va jusqu'à liquider la société pour réaliser son investissement risque de ternir irrémédiablement sa réputation²⁰³⁰, lorsqu'une telle liquidation aurait pu être évitée.
- 1026 Enfin, notons que le droit conventionnel de liquider la société peut être couplé avec une préférence sur le produit de liquidation, pour les cas où le fondateur aurait fourni des informations fausses lors de l'investissement. Dans un tel cas de figure, l'investisseur possède un moyen de liquider la société et de se désintéresser en premier lieu²⁰³¹, ce qui protège de manière relativement efficace son investissement.

B. Dans la faillite

- 1027 La liquidation dans le cadre d'une faillite est le *worst case scenario*. Il mène à l'*exit* de l'investisseur, mais aussi de tous les autres actionnaires. Véritable mise à mort de la jeune société, cette dernière disparaît sans avoir réussi à s'imposer sur le marché, surendettée et destinée à être oubliée. Les raisons de l'échec de la jeune société sont variées : il peut s'agir d'un mauvais *timing*, de conditions de marché défavorables, ou tout simplement d'un manque de financement. Nous renvoyons le lecteur à la doctrine générale pour ce qui concerne les mécanismes juridiques menant à une liquidation forcée suite à une faillite²⁰³².
- 1028 Le risque de faillite d'une jeune société est extrêmement élevé et il est important que les parties en soient conscientes lorsqu'elles concluent ensemble des contrats de financement. Les droits des investisseurs et autres actionnaires sont

²⁰²⁷ BSK OR II-LIEBI, Art. 654-656 N 33s. ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 56.

²⁰²⁸ KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 153.

²⁰²⁹ FRICK, *Private Equity*, p. 419 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 379.

²⁰³⁰ GERHARD, *Exit*, p. 134.

²⁰³¹ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 218.

²⁰³² Notamment GILLIÉRON Pierre-Robert, *Poursuite pour dettes, faillite et concordat*, Bâle 2012 ; KREN KOSTKIEWICZ Jolanta, *Schuldbetreibungs- & Konkursrecht*, Zurich 2018 ; MARCHAND Sylvain, *Précis de droit des poursuites*, 2^e éd., Zurich 2013.

les mêmes que dans le cas d'une liquidation volontaire ; toutefois, il reste à préciser que, lorsque la faillite est prononcée suite à un surendettement (art. 725 al. 2 CO), il n'existera vraisemblablement pas d'excédent de liquidation, si bien qu'il ne reste généralement plus aucun privilège patrimonial à faire valoir²⁰³³. Au surplus, d'éventuelles clauses de garanties peuvent être mises en œuvre, et la responsabilité civile et/ou pénale du *management* engagée, pour le cas où il s'avère que des informations fausses et inexactes ont été remises à l'investisseur (*cf.* N 983 ss).

C. Privilège de liquidation

Il est possible, par le biais des actions privilégiées, de prévoir un privilège de liquidation en faveur de leurs détenteurs. Les avantages de liquidation peuvent être aménagés de manière semblable aux privilèges de dividendes. Il peut s'agir d'une part prioritaire sur le produit de liquidation, à hauteur de l'apport effectué. Le solde peut être distribué proportionnellement à tous les actionnaires, ou uniquement aux actionnaires ordinaires²⁰³⁴.

1029

Le privilège peut aussi porter sur certains actifs déterminés, comme par exemple une machine ou un brevet, par le biais d'un droit d'emption, de préemption ou de rachat, en cas de liquidation uniquement²⁰³⁵. L'investisseur parvient généralement à s'octroyer un droit de préférence sur le produit de liquidation²⁰³⁶ ; il pourra ainsi être payé en priorité par rapport aux autres actionnaires, notamment le fondateur, pour autant qu'il existe un produit de liquidation une fois les créanciers remboursés.

1030

Relevons que les actifs seront vraisemblablement réalisés à leur valeur de liquidation et non à la valeur de continuation²⁰³⁷. Chez les jeunes sociétés, il est malheureusement rare qu'il subsiste un excédent de liquidation²⁰³⁸ : en pratique, il n'existera un excédent de liquidation que dans certains cas de liquidation volontaire²⁰³⁹.

1031

²⁰³³ GERHARD, *Exit*, p. 134.

²⁰³⁴ CR CO II-TRIGO TRINDEDE, art. 654-656 N 10 ; PETER/JACQUEMET, p. 188.

²⁰³⁵ PETER/JACQUEMET, p. 189.

²⁰³⁶ BIENZ/WALZ, p. 7.

²⁰³⁷ Pour la méthode de calcul de la valeur de liquidation, *cf.* GERHARD, *Évaluation*, p. 32.

²⁰³⁸ GERHARD, *Exit*, p. 134.

²⁰³⁹ Par analogie, GERHARD, *Exit*, p. 135.

III. En cas de vente de l'entreprise

- 1032 Pour l'investisseur, les perspectives de gain en capital sont en principe réalisées lors de son *exit*, par la vente de l'entreprise (plus précisément par la vente des titres de participation, par exemple à des investisseurs stratégiques ou financiers) plutôt que par le versement de dividendes ou d'un éventuel produit de liquidation²⁰⁴⁰. Ces clauses, étroitement liées à l'« *exit strategy* » de l'investisseur, permettent de se faire une idée précise des attentes de chaque parties. Elles ont en conséquence un rôle fortement « psychologique »²⁰⁴¹.
- 1033 De telles clauses engagent les actionnaires à accepter certaines propositions d'achat qui pourraient être faites par le futur, pour autant que certaines conditions concernant le prix et les modalités de la vente soient remplies. Lesdites clauses peuvent aussi prévoir parallèlement que le conseil d'administration doit favoriser la vente, par exemple en adoptant une attitude non hostile ou en recherchant activement de potentiels acheteurs²⁰⁴².
- 1034 Dans les paragraphes qui suivent, nous définirons tout d'abord le privilège sur le produit de vente, avant de nous intéresser aux divers cas d'application, c'est-à-dire aux scénarios de vente des titres.

A. Privilège sur le produit de vente

1. Notion

- 1035 Dans le contexte d'une jeune entreprise, il faut absolument aborder la question de l'*exit* de l'investisseur en cas de vente, plus particulièrement la répartition du produit de vente de l'entreprise et les privilèges y relatifs (« *Erlöspräferenzen* »)²⁰⁴³. Cette vente peut être effectuée par un transfert d'actions (ou plus rarement par un transfert d'actifs et passifs²⁰⁴⁴) à un tiers, à d'autres actionnaires existants, au *management* et/ou à la société. Parfois, la totalité des actions pourra être aliénée, grâce à certains droits d'acquisition prévus dans la convention d'actionnaires (*cf.* N 899).

²⁰⁴⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 219s. ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 23 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 375 ; LEIS/JACCARD, p. 139s.

²⁰⁴¹ LEIS/JACCARD, p. 139.

²⁰⁴² *Ibid.*

²⁰⁴³ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 123 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 104 ; LUKAS, *Bewertung*, p. 26 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 53s.

²⁰⁴⁴ WYSS, 2. Teil, p. 516.

Toutefois, en cas de vente des actions, il est fréquent de décider que le produit de vente soit réparti différemment qu'en fonction de la valeur nominale et/ou du nombre d'actions détenues par chaque partie ; en d'autres termes, il est possible d'octroyer à certaines parties, en général aux investisseurs professionnels²⁰⁴⁵, des privilèges sur le produit de la vente des actions. Concéder de tels avantages patrimoniaux aux investisseurs dans le cadre d'une future vente des titres de participation est bien souvent une étape obligée pour les fondateurs²⁰⁴⁶. Il reste cependant une certaine marge de manœuvre pour aboutir à un résultat satisfaisant pour les parties²⁰⁴⁷. Ce genre de mécanisme de répartition peut toutefois aboutir, selon les cas, à des fondateurs ne touchant pas un sou ; pour atténuer ces effets, il faut parvenir à rester fort durant les négociations²⁰⁴⁸ et s'assurer que les fondateurs ont conscience de ce à quoi ils s'obligent et renoncent potentiellement.

1036

2. Terminologie

Dans la doctrine spécialisée, on rencontre souvent les termes « droit préférentiel en cas de liquidation » ou « privilège de liquidation » (« *liquidation preferences* », « *liquidation prefs* », « *Liquidationsvorzug* »). En dépit de l'usage extrêmement répandu de ce terme, nous l'écartons volontairement au sein du présent chapitre, pour éviter toute confusion avec les cas de liquidation forcée ou volontaire, au sens des art. 660 et 736 CO, et lui préférons les termes de « privilège sur le produit de vente ». En allemand, c'est le terme de « *Veräusserungsvorzug* » qui doit être utilisé, et qui illustre bien mieux, d'un point de vue terminologique du moins, l'idée d'aliénation des titres. Nous considérons, en tout modestie, qu'une telle distinction terminologique devrait faire l'objet d'un consensus général tendant à rejeter le terme « privilège de liquidation » pour désigner le privilège sur le produit de vente des titres de participation.

1037

3. Intégration statutaire

Nous l'avons vu, il est possible de lier certains privilèges patrimoniaux aux actions privilégiées (cf. N 994), et de faire donc figurer lesdits privilèges dans les statuts. Se pose toutefois la question de savoir si le privilège portant sur le

1038

²⁰⁴⁵ Entretien avec M. BEAUMONT : il s'agit principalement de sociétés de capital-risque, les *business angels* renonçant fréquemment à ce genre de clauses.

²⁰⁴⁶ SECA, *Shareholders agreement*, p. 15.

²⁰⁴⁷ WYSS, 2. Teil, p. 516s.

²⁰⁴⁸ Entretien avec M. DUTHEIL.

produit découlant de la vente des titres peut être attaché aux actions privilégiées et partant, inscrit dans les statuts. Largement controversée, cette question ne fait pas encore l'objet d'un consensus doctrinal²⁰⁴⁹. Comme le relève JACCARD, même la pratique des divers registres du commerce cantonaux est éparse, certains registres acceptant l'intégration statutaire de tels privilèges, d'autres la refusant catégoriquement²⁰⁵⁰. Nous nous rallions à la doctrine majoritaire²⁰⁵¹ en considérant que de tels privilèges ne doivent pas pouvoir être inscrits dans les statuts, pour les raisons que voici. Tout d'abord, la répartition du produit de la vente ne concerne que les actionnaires et non la société²⁰⁵². La relation tissée est purement horizontale, en ce sens que ce sont certains actionnaires qui s'obligent à réduire leurs prétentions sur le produit de vente de leurs titres, en faveur d'autres²⁰⁵³. A aucun moment la société n'intervient dans le processus de vente, ni n'est partie au contrat. Autrement dit, il s'agit d'une répartition volontaire du produit de vente, entre les actionnaires parties à la convention, les fondateurs s'obligeant souvent à céder certaines prétentions patrimoniales sur leurs titres en faveur des investisseurs. En définitive, faire figurer ce genre de privilège dans les statuts irait à l'encontre de l'art. 680 al. 1 CO²⁰⁵⁴, tout comme le ferait l'inscription de certains droits d'acquisition :

²⁰⁴⁹ Pour un très bon aperçu des principales positions doctrinales à ce sujet, cf. JACCARD, *Priviège de liquidation*, p. 63 ss.

²⁰⁵⁰ JACCARD, *Priviège de liquidation*, p. 64. *Contra* HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1092.

²⁰⁵¹ Dont notamment FRICK, *Private Equity*, p. 235 ; GERIQUE, *Vorzugsrechte*, p. 121 ; LIEBI, *Vorzugsaktien*, p. 237 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 181s. Pour une analyse des positions minoritaires, cf. ndbp 2054.

²⁰⁵² GERIQUE, *Trade Sale*, p. 188 ; WYSS, 2. *Teil*, p. 516.

²⁰⁵³ SECA, *Shareholders agreement*, p. 15.

²⁰⁵⁴ BSK OR II-LIEBI, Art. 654-656 N 48 et les références citées. *Contra* WENGER/SPECK (p. 175 ss) considèrent eux que les actions privilégiées permettraient de prévoir des avantages patrimoniaux en cas de vente de l'entreprise ; ainsi que GERIQUE (*Aktienrechtsreform*, p. 124s.) qui est d'avis que prévoir une préférence sur le produit de vente pour les actions privilégiées n'irait pas à l'encontre de l'art. 680 al. 1 CO, en tant qu'il s'agit, en définitive, uniquement d'une clé de répartition de la valeur de la société entre les actionnaires, à l'instar des préférences sur les dividendes ou le produit de liquidation ; une modification de l'art. 656 al. 2 CO serait toutefois de mise pour prévoir un tel mécanisme ; JACCARD (*Priviège de liquidation*, p. 65) soutient lui que de tels privilèges doivent pouvoir être inscrits, en raison du fait que le droit de préemption entre actionnaires peut être intégré statutairement. Nous rejetons cette argumentation : c'est uniquement en ce qui concerne les actions nominatives liées qu'un tel droit d'acquisition peut être inscrit, comme le précise l'art. 685b al. 1 et 7 CO. A la lecture de cette disposition, on s'aperçoit que la société joue toutefois un rôle proactif et que c'est réellement la relation actionnaire-société qui est centrale. D'ailleurs, comme nous l'avons vu précédemment, il est largement admis que les droits d'acquisition convenus entre actionnaires, comme le *tag along* ou devoir de reprise, ne peuvent pas être inscrits dans les statuts. Ce même auteur se fonde parallèlement sur l'art. 628 al. 3 CO, qui

droit d’emption, devoir de reprise, *drag along*, etc. (cf. N 918). Des privilèges portant sur le produit de vente des titres de la société ne peuvent en conséquence être prévus qu’au sein de la convention d’actionnaires. En tout état de cause, si le registre du commerce du lieu où la société est sise le tolère, autant l’ajouter dans les statuts.

4. Mécanisme

Il s’agit de déterminer comment et dans quelle mesure le privilège sur le produit de vente est déterminé et calculé. Avant de le faire, précisons qu’il n’existe pas de standard : les types de clauses, les plafonds et les divers termes dépendront des négociations²⁰⁵⁵.

1039

a. *Preference amount*

Dans la pratique, on retrouve un schéma typique de répartition du bénéfice lorsqu’il s’agit de définir les avantages patrimoniaux des investisseurs en cas de vente de la société : l’investisseur récupère tout d’abord, et avant toute autre distribution, les montants investis lors des tours de financement auxquels il a participé²⁰⁵⁶, sous déduction des montants déjà perçus (par le biais de dividendes par exemple)²⁰⁵⁷. Ensuite, il peut percevoir un montant, similaire à un intérêt²⁰⁵⁸, calculé en fonction des montants mis à disposition et de la durée d’engagement, appelé dividende cumulatif (« *cumulative dividend* ») ; ce dividende ressemble dans les faits à un intérêt sur le capital investi. On peut ainsi convenir qu’un *cumulative dividend* de 10% sera versé à l’investisseur de manière prioritaire²⁰⁵⁹. En d’autres termes, l’investisseur récupère son investissement, ainsi qu’un surplus correspondant à un multiple de son investissement initial²⁰⁶⁰, avant que les autres actionnaires puissent obtenir quelque

1040

permettrait d’octroyer des privilèges sur le produit de vente à certains actionnaires. Nous rejetons à nouveau une telle argumentation, puisque cet article concerne uniquement des avantages particuliers fournis par la société à certains actionnaires. La relation est donc à nouveau verticale, à savoir entre la société et l’actionnaire, ce qui n’est pas le cas des clauses concernant la répartition du produit de vente des titres de la jeune société.

²⁰⁵⁵ STREET, *Start-up*, § 11.

²⁰⁵⁶ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 20 ; WENGER, *Venture Capital*, p. 24.

²⁰⁵⁷ SECA, *Shareholders agreement*, p. 4

²⁰⁵⁸ STREET, *Start-up*, § 10.

²⁰⁵⁹ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 132.

²⁰⁶⁰ STREET, *Start-up*, § 8.

chose²⁰⁶¹. Dans le jargon, on appelle le versement de l'investissement initial, d'éventuels intérêts et d'un éventuel surplus, le « *senior preferential amount* »²⁰⁶² (ci-après : SPA) ou « *preference amount* »²⁰⁶³.

1041 Pour autant qu'il y ait encore quelque chose après les paiements précédemment mentionnés, on répartit généralement le solde entre tous les actionnaires en fonction de leur participation²⁰⁶⁴. Ce n'est qu'à ce stade que les actionnaires ordinaires peuvent espérer toucher quelque chose. Il s'agit en fait d'un système « en cascade », où le bénéfice est réparti entre les actionnaires privilégiés tout d'abord (en principe les investisseurs), puis, lorsqu'il reste quelque chose, c'est au tour des actionnaires ordinaires d'être servis²⁰⁶⁵.

b. *Cap*

1042 Le SPA peut être limité : on appelle ce genre de mécanisme un « *cap* »²⁰⁶⁶. Par exemple en limitant le retour sur investissement à un certain pourcentage par année, ou en limitant le montant global à un multiple particulier de l'investissement initial (par exemple deux ou trois fois). En pratique, le SPA est régulièrement limité à une fois le montant de l'investissement²⁰⁶⁷. On pourrait aussi décider que le plafond correspond à 20% par année d'engagement, ou tout simplement choisir un montant fixe²⁰⁶⁸. Il est aussi possible d'augmenter la limite maximale annuellement ou de la moduler en fonction du nombre de tours de financement auquel l'investisseur a participé. De cette manière, l'investisseur qui est resté engagé longtemps avec la société ou a participé à plusieurs tours de financement se verrait accorder un SPA plus élevé²⁰⁶⁹.

²⁰⁶¹ Entretien avec M. DUTHEIL.

²⁰⁶² WYSS, 2. Teil, p. 517.

²⁰⁶³ SECA, *Shareholders agreement*, p. 4.

²⁰⁶⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 220 ; STREET, *Start-up*, § 9.

²⁰⁶⁵ GERIKE, *Vorzugsrechte*, p. 128 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216.

²⁰⁶⁶ STREET, *Start-up*, § 10 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, pp. 276 et 281 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 219s.

²⁰⁶⁷ GERIKE, *Aktienrechtsreform*, p. 123s. ; JACCARD, *Privilège de liquidation*, p. 61 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 20 ; STREET, *Start-up*, § 10 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 219.

²⁰⁶⁸ STREET, *Start-up*, § 10 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216 ; WYSS, 2. Teil, p. 516.

²⁰⁶⁹ WYSS, 2. Teil, p. 516.

c. *Catch-up*

Il arrive aussi qu'une clause « *catch-up* » soit ajoutée. Selon cette clause, après que le SPA a été versé à l'investisseur, les actionnaires ordinaires peuvent toucher en priorité un montant équivalent à leur investissement ou fonction de leur nombre d'actions²⁰⁷⁰, avec un surplus à titre d'intérêts, avant que le privilège de l'investisseur ne se réactive potentiellement. Les clauses de *catch-up* permettent donc de rassurer les actionnaires ordinaires, comme par exemple les fondateurs.

1043

d. *Double dipping*

Le privilège octroyé à l'investisseur peut se limiter à son SPA²⁰⁷¹ : cela signifie qu'il n'est pas en droit de participer à la répartition ayant lieu en aval ; on se trouve alors face à une clause dite « non participative ». Cette clause n'est appliquée que lorsque le produit de vente est bas et qu'il n'y a plus que des miettes après avoir désintéressé l'investisseur. Si le produit de vente est élevé et qu'une telle clause limitative existe, il reste en principe toujours possible pour l'investisseur de convertir ses actions privilégiées en actions ordinaires, lui permettant alors de participer de manière plus favorable à la répartition du produit de vente²⁰⁷².

1044

Lorsque, au contraire, les investisseurs peuvent participer à nouveau à la répartition du bénéfice à « l'étage en dessous » avec les actionnaires ordinaires, on parle alors de « *double dip* »²⁰⁷³. La clause mise en place est dite « participative sans limitation »²⁰⁷⁴. En d'autres termes, l'investisseur reçoit un certain montant fixe, puis participe à la répartition de ce qu'il reste, à hauteur de sa participation²⁰⁷⁵.

1045

Le *double dipping* peut s'avérer problématique, en tant qu'il risque de frustrer les fondateurs et/ou le *management*. C'est pour cela qu'on peut prévoir une participation partielle ou limitée (par exemple en cas de clause *catch-up* que

1046

²⁰⁷⁰ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 128 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, pp. 276 et 281 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 178 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 219s. ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 52.

²⁰⁷¹ WYSS, 2. Teil, p. 516.

²⁰⁷² Pour tout le paragraphe, JACCARD, *Privilège de liquidation*, p. 61.

²⁰⁷³ FRICK, *Private Equity*, p. 293s. ; GERICKE, *Trade Sale*, p. 189 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 128 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 276 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 130.

²⁰⁷⁴ JACCARD, *Privilège de liquidation*, p. 62.

²⁰⁷⁵ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 177s.

nous venons d'analyser) lors de la seconde répartition²⁰⁷⁶ ; on appelle une telle clause « participative avec limitation »²⁰⁷⁷.

e. *Cliff clause*

- 1047 Enfin, une autre approche serait de supprimer tout privilège patrimonial lorsque, suite à une vente, le bénéfice est suffisant pour enrichir suffisamment chaque actionnaire, qu'il soit ordinaire ou privilégié. Il faut alors définir la limite minimale à franchir par action²⁰⁷⁸ ; on parle à cet égard de « cliff »²⁰⁷⁹.

5. Cas de ventes

- 1048 Il est important que les parties définissent clairement quelles situations entraîneront l'application des clauses relatives à la répartition du produit de vente. Bien entendu, la vente de la totalité des titres, souvent facilitée par des clauses de *drag along*, est le cas typique d'application. Toutefois, il est loisible de convenir qu'un changement de contrôle, par exemple la vente de plus de 50% des titres, constitue un cas d'application. On pourrait aussi décider que « la cession des actifs intangibles essentiels, [ou] l'octroi d'une licence exclusive, équivaut économiquement à une réalisation de l'investissement »²⁰⁸⁰, quand bien même il n'y a aucun transfert de titres.

B. Entrée en bourse

1. Généralités

- 1049 L'entrée en bourse constitue l'un des scénarios d'*exit* de l'investisseur. Cela signifie que la société, désormais mature (*cf.* N 59), s'est bien développée et que l'investisseur sera en mesure de céder ses actions facilement : en raison de la grande liquidité que procure une entrée en bourse, il pourra aisément réaliser son retour sur investissement. L'entrée en bourse est un sujet aussi consé-

²⁰⁷⁶ Cf. à ce sujet, FRICK, *Private Equity*, p. 293s. ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 128 ; TREZZINI, *Finanzierungsstrukturierung*, p. 201 ss.

²⁰⁷⁷ JACCARD, *Privilège de liquidation*, p. 62.

²⁰⁷⁸ WYSS, 2. Teil, p. 516.

²⁰⁷⁹ GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 141s.

²⁰⁸⁰ JACCARD, *Privilège de liquidation*, p. 67.

quent qu'intéressant ; il sort cependant du cadre de la présente thèse²⁰⁸¹. Ainsi, c'est uniquement sous l'angle des droits patrimoniaux des investisseurs et de son désengagement que nous mènerons notre analyse. Après un bref aperçu des tenants et aboutissants de la cotation, nous aborderons le désengagement de l'investisseur, la suppression des droits de souscriptions préférentiels, la conversion d'actions privilégiées en actions ordinaires, pour terminer par l'octroi à l'investisseur d'un éventuel droit à la cotation.

a. Notion

Par entrée en bourse (« *initial public/primary offering/IPO* », « *Börsengang* »), on entend la cotation et l'admission des actions de la société financée, au négoce de valeurs mobilières sur le marché boursier²⁰⁸². Selon l'art. 2 lit. f LIMF, la cotation doit être comprise comme « l'admission d'une valeur mobilière à la négociation auprès d'une bourse selon une procédure standardisée prévoyant le contrôle des exigences relatives aux émetteurs et aux valeurs mobilières ». En ce qui concerne la notion d'admission, sur *SIX Swiss Exchange*, il s'agit d'une décision de l'autorité compétente (*Regulatory Board*) d'admettre des valeurs mobilières au négoce (art. 35 RC). La définition proposée par ANDENMATTEN, certes moins juridique, illustre bien la notion de « *going public* » : selon lui, il s'agit de « l'ouverture du capital d'une entreprise à des personnes étrangères au cercle habituel des actionnaires, par placement de titres sur un marché permettant l'échange de ceux-ci »²⁰⁸³.

Il est conseillé de prévoir que la cotation en bourse entraîne automatiquement la fin de la convention d'actionnaires²⁰⁸⁴. A défaut, les groupes d'actionnaires devront se révéler au grand jour²⁰⁸⁵, à travers le prospectus de cotation (2.5.9 Schéma A *cum* art. 28 RC) et en vertu du principe de publicité des participations, imposée par la LIMF : ainsi, selon l'art. 121 LIMF, les groupes organisés sur la base d'une convention, doivent se déclarer aux bourses concernées (art. 120 al. 1 LIMF *in fine*), en indiquant notamment la participation globale et l'identité de leurs membres.

²⁰⁸¹ Voir à ce sujet, BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 772 ss ; ROUILLER ET AL., p. 686 ss.

²⁰⁸² GERHARD, *Exit*, p. 97 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1086 ; SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 29 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 288.

²⁰⁸³ ANDENMATTEN, *Financement*, p. 202.

²⁰⁸⁴ C'est ce que fait le modèle de la SECA : « *this Agreement shall be terminated [...] automatically and with immediate effect upon the first trading day of the Company following an IPO* », cf. SECA, *Shareholders agreement*, p. 30.

²⁰⁸⁵ RÖTHELI ET AL., p. 300.

b. Lieu de cotation

1052 Il est possible de faire coter la société en bourse, à l'étranger ou en Suisse ; il est aussi envisageable de se faire coter simultanément sur plusieurs bourses²⁰⁸⁶. Si la société et les personnes impliquées souhaitent être cotées en Suisse, elles viseront une cotation sur la *SIX Swiss Exchange*. Toutefois, en raison des coûts élevés que nous abordons ci-après, la cotation reste hors de portée pour bon nombre de sociétés²⁰⁸⁷. À défaut, la société pourra aussi envisager la *BX Berne eXchange*, qui est plus adaptée pour les PME. Dans les sections qui suivent, l'analyse sera menée uniquement sous l'angle du *SIX Swiss Exchange* et de son règlement de cotation.

c. Fréquence

1053 Rappelons d'entrée de jeu que les entrées en bourses sont peu fréquentes en Suisse²⁰⁸⁸ ; en effet, les PME, qui constituent 99% de sociétés suisses, ont rarement accès aux marchés financiers, en raison de leur petite taille et des coûts qu'une cotation entraîne²⁰⁸⁹. Ainsi, en 2015, il n'y a eu aucune entrée en bourse en Suisse²⁰⁹⁰. Pour GERHARD, cela est dû à « l'environnement réglementaire toujours plus contraignant » que les sociétés cotées en bourse doivent veiller à respecter, et à la volatilité des marchés boursiers²⁰⁹¹. En conséquence, en raison des raretés des cotations, ce scénario de sortie, même s'il reste imaginable, n'est que marginalement envisagé par les parties, lorsqu'il s'agit du financement d'une jeune société²⁰⁹². Relevons toutefois certains faits encourageants : en 2016, six sociétés suisses ont été introduites en bourse : deux l'ont été sur *SIX Swiss Exchange*, deux sur le Nasdaq, une sur le *Nasdaq First North* à Stockholm, et enfin une sur *Euronext* à Paris²⁰⁹³. Enfin, deux sociétés

²⁰⁸⁶ TRIPPEL, *IPO*, p. 203.

²⁰⁸⁷ GERHARD, *Exit*, p. 99.

²⁰⁸⁸ LEIS/JACCARD, p. 139.

²⁰⁸⁹ HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 4.

²⁰⁹⁰ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 22. À l'exception de 2014 qui a connu trois entrées en bourses, les années précédentes n'ont connu, à l'instar de 2015, aucune introduction en bourse, cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2015*, p. 17.

²⁰⁹¹ GERHARD, *Exit*, p. 123.

²⁰⁹² HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 935 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 154 ; LEIS/JACCARD, p. 139.

²⁰⁹³ AWP, *Suisse : hausse des introductions en Bourse, mais volumes plus faibles*, 15 décembre 2016 <<https://www.romandie.com/news/Suisse-hausse-des-introductions-en-Bourse-mais-volumes-plus-faibles/761881.rom>> (consulté le 27 juin 2019).

suisses ont effectué un *reverse takeover*²⁰⁹⁴. En 2017, ce sont trois entreprises suisses, toutes actives dans la *biotech*, qui ont été introduites en bourse : *Obseva* sur le *Nasdaq*, *Genkyotex* sur *Euronext* et *Idorsia* sur le *SIX Swiss Exchange*²⁰⁹⁵. 2018 ne fut pas non plus en reste, en dépit d'un recul du nombre d'introductions en bourse au niveau mondial de près de 22%²⁰⁹⁶.

d. Coûts

L'entrée en bourse est une opération de grande envergure, nécessitant d'importants sacrifices, tant financiers que temporels²⁰⁹⁷. Il s'agit en effet d'un processus long (il faut compter environ 6 mois²⁰⁹⁸), complexe et coûteux, en raison de l'intervention de banques et d'études d'avocats²⁰⁹⁹. En outre, les émoluments relatifs à la cotation et à son maintien sont nombreux et relativement élevés : pour une cotation sur le *SIX Swiss Exchange*, il faut compter avec un émolument de base (pour le traitement de la requête de cotation) de CHF 3'000 (2.1.1 TRC), un émolument variable, plafonné à CHF 80'000 pour les nouveaux émetteurs (2.1.2 TRC), un émolument unique de CHF 10'000 pour les nouveaux émetteurs (2.1.3 TRC) ou encore un émolument supplémentaire de CHF 5'000 pour l'examen du prospectus de cotation (2.1.4 TRC). En ce qui concerne le maintien de la cotation, un émolument annuel de base de CHF 6'000 est prélevé (2.2.1 TRC), ainsi qu'un émolument variable, calculé selon la capitalisation de la société et plafonné à CHF 50'000 (2.2.2 TRC). A cela s'ajoutent les coûts indirects²¹⁰⁰ et autres *roadshows* (il s'agit d'une tournée de présentations dans divers lieux permettant de rencontrer le public spécialisé)²¹⁰¹. Ainsi, la préparation de l'entrée s'étendra sur une durée allant

1054

²⁰⁹⁴ On assiste à un *reverse takeover*, aussi appelé *reverse IPO*, lorsque les actionnaires d'une société non cotée prennent le contrôle d'une société cotée. Cela permet d'éviter le processus de cotation en bourse.

²⁰⁹⁵ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 33.

²⁰⁹⁶ Bilan.ch, *Bonne année pour les IPO suisses selon le baromètre EY*, 25 septembre 2018 <https://www.bilan.ch/finance/bonne_annee_pour_les_ipo_suissees_selon_le_barometre_ey> (consulté le 27 juin 2019).

²⁰⁹⁷ ROUILLER ET AL., p. 686s. ; SÖDING, *Private Equity*, p. 379.

²⁰⁹⁸ GERHARD, *Exit*, p. 98 : « une procédure lourde et coûteuse, qui [...] obère considérablement le management dans la gestion courante ».

²⁰⁹⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 288s. Sur le détail des coûts directs et indirects occasionnés par une introduction en bourse, cf. ainsi que ANDENMATTEN, *Financement*, p. 210 ; GERHARD, *Exit*, p. 99.

²¹⁰⁰ Les coûts indirects sont les coûts découlant de l'*underpricing*, à savoir « la vente des actions à un prix fixé sous le prix du marché afin d'assurer une demande pour le titre également après sa cotation », cf. GERHARD, *Exit*, p. 99.

²¹⁰¹ ANDENMATTEN, *Financement*, p. 210.

généralement de 9 à 24 mois²¹⁰². Ces coûts ne pourront être donc supportés que par une société ayant les reins solides, autrement dit ayant réalisé suffisamment de profits pour pouvoir se permettre cette voie royale. La société devrait idéalement posséder une base stable de fonds propres d'environ 40% du passif. Elle devra en outre se préparer à une « sur-liquidité » temporaire, après l'entrée en bourse²¹⁰³.

e. Utilité

- 1055 L'entrée en bourse permet d'obtenir des fonds importants pour continuer de croître et de financer une telle croissance. La transmission de l'entreprise est également facilitée²¹⁰⁴ : lorsqu'une future entrée en bourse est réellement plausible, les perspectives de sortie de l'investisseur sont énormément renforcées. Cela l'encouragera donc à investir des montants plus importants²¹⁰⁵. Il est recommandé que le fondateur et le *management* s'engagent à ne pas entraver une introduction en bourse et faire tout ce qui est en leur pouvoir pour la rendre possible²¹⁰⁶. L'entrée en bourse est avantageuse pour ces derniers : elle permet d'améliorer les performances de la société en levant de nouveaux fonds propres et rend les titres plus liquides²¹⁰⁷.
- 1056 En ce qui concerne le fondateur, avant une entrée en bourse, sauf exceptions, il ne possède généralement plus que quelques pourcents du capital, et peut s'estimer extrêmement heureux s'il détient encore 10 à 20%²¹⁰⁸. Il faut toutefois relativiser ce constat, qui peut sembler amer au premier abord : même si le fondateur ne détient plus la majorité, la valeur de sa participation est généralement décuplée.
- 1057 Pour le *management* et/ou les employés, à titre personnel, une entrée en bourse est généralement synonyme d'excellentes retombées financières et réputationnelles, puisque la liquidité de leurs titres (souvent obtenus dans le cadre de plans d'intéressement) s'améliore énormément²¹⁰⁹. Elle permet aussi au conseil d'administration d'« accroître le contrôle sur la société », en raison du désengagement de l'investisseur et de la disparition du contrôle qu'il exer-

²¹⁰² HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 938.

²¹⁰³ Pour tout le paragraphe, ANDENMATTEN, *Financement*, p. 213.

²¹⁰⁴ Rapport capital-risque 2012, p. 12.

²¹⁰⁵ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 52 ; TRIPPEL, *IPO*, p. 196.

²¹⁰⁶ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 887.

²¹⁰⁷ ANDENMATTEN, *Financement*, p. 207.

²¹⁰⁸ Entretien avec M. WILHELM ; Entretien avec M. DUTHEIL.

²¹⁰⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 289s.

çait, ainsi que de l'atomisation de l'actionnariat ; enfin, elle améliore la mise en place des plans d'intéressement, en raison de la meilleure négociabilité des titres à la bourse²¹¹⁰.

2. Conditions

a. Durée d'existence

La société doit exister depuis au moins trois ans pour être cotée en bourse (art. 11 al. 1 RC) ; elle doit en outre avoir présenté ses comptes annuels conformément aux normes comptables auxquelles elle est assujettie durant les trois derniers exercices (art. 12 RC). Il est toutefois possible d'obtenir une dérogation (art. 3 DTR) : les jeunes entreprises peuvent en bénéficier si la cotation vise à financer la stratégie de croissance (art. 3 ch. 3 DTR), qu'elle est souhaitable dans l'intérêt de la société et des investisseurs, et que ces derniers sont suffisamment informés (art. 2 DTR). La société ne doit alors présenter des comptes sur un exercice complet au minimum (art. 3 ch. 3 DTR) et remplir certaines conditions préalables.

1058

b. Conditions préalables pour les jeunes sociétés

Pour les jeunes sociétés souhaitant être cotées en bourse et bénéficiant de la dérogation susmentionnée, certaines conditions préalables doivent être remplies. En premier lieu, elle doit placer des actions dont au moins 50% sont issus d'une augmentation de capital contre paiement en espèces (art. 8 DTR) (il s'agit là d'une *primary offering*, cf. N 1065). En outre, le prospectus de cotation doit contenir certaines informations supplémentaires (art. 9 DTR) : les résultats trimestriels si les derniers comptes annuels ont été clôturés il y a plus de cinq mois au moment de la cotation, l'interdiction d'aliénation (et les personnes concernées ainsi que les délais y relatifs), ainsi qu'une mention expresse des risques élevés découlant du jeune âge de la société.

1059

Les personnes concernées par l'interdiction d'aliénation doivent démontrer qu'elles se sont engagées à ne pas aliéner leurs actions pendant un certain délai à partir de la date de la première cotation (art. 10 al. 1 DTR). Cela concerne 1) la société pour une durée de six mois²¹¹¹ (art. 10 al. 1 ch. 1 DTR) ; 2)

1060

²¹¹⁰ GERHARD, *Exit*, p. 98 et les références citées.

²¹¹¹ L'engagement de la société figure généralement dans le contrat de prise ferme, conclu avec le chef de file, cf. art. 11 al. 1 DTR.

les actionnaires qui disposent de plus de 3% du capital ou de l'ensemble des droits de vote (avant l'offre au public), pour une durée de 12 mois (art. 10 al. 1 ch. 2 DTR) ; 3) les membres du conseil d'administration, pour une durée de 12 mois (art. 10 al. 1 ch. 3 DTR). Les conventions relatives au lock-up seront remis à SIX en même temps que le prospectus de cotation (art. 20 DTR). Les clauses de *lock-up* sont systématiques dans les conventions d'actionnaires et portent en règle générale sur une durée de 12 mois²¹¹². Mentionnons enfin que l'interdiction d'aliénation prend effet à compter du premier jour de négoce (art. 11 al. 2 DTR).

c. Autres conditions

1061 *SIX Swiss Exchange* impose le respect d'une multitude de conditions pour prétendre à la cotation, qu'il s'agisse d'une société déjà mature ou d'une jeune société. Il s'agit de la désignation d'un organe de révision (art. 7 et 8 LSR *cum* art. 13 RC) et de l'établissement d'un rapport de révision (art. 14 RC), d'une dotation en capital propre d'au moins 2.5 millions de francs lors de la cotation (art. 15 RC) et que toutes les actions d'une même catégorie doivent être cotées (art. 18 RC). Ainsi, lorsque ce sont les actions ordinaires qui sont cotées, comme c'est régulièrement le cas, alors la totalité des actions ordinaires devront être cotées.

1062 On mentionnera également que la capitalisation des valeurs mobilières réparties dans le public doit être d'au moins 25 millions de francs (art. 19 al. 2 RC). Au surplus, il existe une multitude d'exigences relatives au prospectus de cotation (art. 27 ss RC), aux devoirs d'informations et de publicité (art. 40a ss RC, ainsi que 52 ss RC) ou encore à la procédure de cotation (art. 42 ss RC). Comme déjà mentionné, ces critères de cotation sont nombreux et largement diversifiés ; ils ne touchent toutefois pas directement au financement des jeunes sociétés, si bien que nous renonçons présentement à les aborder de manière plus détaillée²¹¹³.

3. Perspectives d'*exit*

1063 Dès le moment où la société est cotée en bourse, l'investisseur sera en mesure de se désengager et d'aliéner ses titres de participations, sous réserve d'éventuelles interdictions d'aliénations, découlant soit du jeune âge de la

²¹¹² SECA, *Shareholders agreement*, p. 16.

²¹¹³ Pour des considérations plus détaillées au sujet de la procédure de cotation en Suisse, cf. ROUILLER ET AL., p. 686 ss.

société et imposées par le règlement de cotation (art. 10 DTR *cum* art. 11 RC), soit d'engagements purement contractuels (clauses de *lock-up*, *cf.* N 894).

a. *Primary vs. secondary offering*

Lorsque les actions nouvellement cotées en bourse sont des actions nouvelles, on parle de « *primary offering* » ; les fonds levés bénéficient alors à la société²¹¹⁴. Il s'agit là d'un instrument de financement extrêmement séduisant, lorsqu'il est envisageable²¹¹⁵. Lorsqu'il s'agit d'actions déjà existantes, on parle de « *secondary offering* » ; les fonds levés reviennent alors aux actionnaires-vendeurs²¹¹⁶. Ces deux mécanismes peuvent être complémentaires, et mis en œuvre simultanément. Au demeurant, le règlement de cotation n'impose rien à cet égard, se limitant à exiger que les valeurs mobilières aient été « émises conformément au droit auquel l'émetteur est soumis et aux dispositions auxquelles les valeurs mobilières sont assujetties » (art. 17 RC). Toutefois, dans le cas des « jeunes entreprises » de moins de trois ans, au sens de l'art. 11 RC et 7 ss DTR, une *primary offering* est imposée pour au moins 50% des titres offerts au public : « [p]our être admise à la cotation, une jeune entreprise doit effectuer un placement de droits de participation dont au moins 50% sont issus d'une augmentation de capital contre paiement en espèces » (art. 8 DTR).

1064

En dehors des cas de *secondary offerings*, il n'est pas possible pour l'investisseur de se désengager immédiatement en cas d'entrée en bourse, en plaçant ses actions. Très souvent, les sociétés choisissant la voie de l'entrée en bourse le font car elles ont besoin de liquidités importantes pour continuer l'effort commercial ; pour ce faire, elles devront donc placer de nouvelles actions par le biais d'une *primary offering*, ce qui permet de lever des fonds supplémentaires. En conséquence, l'investisseur ne pourra placer ses actions, aux côtés des actions nouvellement créées, que lorsque la demande est suffisante²¹¹⁷. Il faut encore réserver les cas, très fréquents, où les parties ont convenu d'une clause de *lock-up*, clause que nous analysons dans la section qui suit. A noter que l'on trouve parfois des clauses visant à obliger une partie à accepter une entrée en bourse, lorsque certains objectifs financiers ont été

1065

²¹¹⁴ EMCH ET AL., p. 677.

²¹¹⁵ Ainsi, les sociétés actives dans la *biotech*, lorsqu'elles parviennent à placer 25 à 35% de leurs actions lors d'une entrée en bourse, peuvent espérer lever des fonds correspondant à leurs besoins en liquidités pour 2 à 3 ans, *cf.* GERHARD, *Après le capital-risque*, § 5.

²¹¹⁶ GERHARD, *Exit*, p. 97s. ; LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 633 ; TRIPPEL, *IPO*, p. 197s.

²¹¹⁷ TRIPPEL, *IPO*, p. 198.

atteints²¹¹⁸. Nous reviendrons sur ce droit à la cotation accordé à certaines parties dans la suite du travail.

b. Priorité de placement

- 1066 Pour améliorer les perspectives de désengagement de l'investisseur, les parties peuvent convenir que l'investisseur a le droit de placer prioritairement ses actions, lorsque la société est introduite en bourse (« *preference in IPO* »)²¹¹⁹. Il faut donc que l'entrée en bourse se fasse par un « *secondary offering* », du moins partiellement.

c. *Lock-up*

- 1067 Dans les cas d'introduction en bourse, il est fréquent qu'une clause de *lock-up* (cf. N 894) soit prévue par les parties, au sein de la convention d'actionnaires, pour empêcher une partie de disposer de la totalité de ses actions tout de suite après la cotation des actions²¹²⁰. Une telle clause peut porter sur la totalité ou uniquement une partie des actions détenues par l'investisseur: dans le second cas, cela signifie que l'investisseur ne pourra réaliser qu'un *exit* partiel lors de la cotation²¹²¹.
- 1068 Cette interdiction de cession est en général de 6 à 12 mois²¹²². Elle permet d'éviter de faire augmenter l'offre de titres sur le marché, ce qui aurait des répercussions négatives sur le prix de l'action. En outre, elle démontre que le vendeur a confiance dans la société récemment cotée²¹²³; un désengagement instantané et massif des investisseurs enverrait sans aucun doute un signal extrêmement négatif au marché²¹²⁴. En Suisse, *SIX Swiss Exchange* exige des jeunes entreprises qu'elles démontrent que la société, les membres du conseil d'administration ou certains actionnaires, se sont engagées à ne pas aliéner leurs droits de participation pendant un délai allant de six à douze mois (cf. N 1060). Une clause de *lock-up* a pour effet que les actionnaires ne reçoivent

²¹¹⁸ LEIS/JACCARD, p. 140.

²¹¹⁹ SECA, *Shareholders agreement*, p. 19.

²¹²⁰ FRICK, *Private Equity*, p. 391; GERHARD, *Exit*, p. 105; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 142; SECA, *Shareholders agreement*, p. 19; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 289.

²¹²¹ GERHARD, *Exit*, p. 99.

²¹²² SECA, *Shareholders agreement*, p. 16. Voir aussi RÖTHELI ET AL., p. 300, qui parlent de 6 à 18 mois.

²¹²³ GERHARD, *Exit*, p. 105.

²¹²⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 289.

aucune liquidité immédiate lors de l'entrée en bourse, ce qui peut être extrêmement contrariant.

Il est difficile à faire accepter à l'investisseur qu'il ne pourra pas placer la totalité de ses actions dans le cadre de l'entrée en bourse, soit pour des raisons économiques soit en raison de clauses de *lock-up*. Cela ne veut pas dire que son désengagement devient impossible, bien au contraire : du fait que la société est désormais cotée en bourse, il devrait être, de par le futur, bien plus facile de vendre lesdits titres.

1069

4. Suppression du droit de souscription préférentiel

Nous l'avons vu précédemment, l'introduction en bourse signifie la cotation d'actions existantes et/ou d'actions nouvellement créées. Il est essentiel que la société s'assure que les actionnaires existants, notamment les investisseurs, les fondateurs et le *management*, renoncent à exercer leur droit de souscription. La suppression du droit de souscription préférentiel ne peut cependant être décidée que pour de justes motifs (art. 652b al. 2 CO). La doctrine considère que l'entrée en bourse est le plus souvent dans l'intérêt de la société et est de ce fait un motif largement acceptable, pour autant qu'elle traite tous les actionnaires de manière égale²¹²⁵.

1070

5. Conversion des actions privilégiées en actions ordinaires

La négociabilité des actions destinées à être cotées en bourse doit être assurée (art. 21 RC) ; en outre, toutes les actions de même catégorie doivent être cotées (art. 18 RC) : il s'agit généralement des actions ordinaires²¹²⁶. Pour permettre à l'investisseur de réaliser son *exit* s'il le souhaite, et aux fondateurs/*management* de bénéficier de la liquidité que fournit la cotation, il est usuel de simplifier la structure du capital²¹²⁷, en prévoyant dans la convention d'actionnaires que les actions privilégiées (détenues, si elles existent, par l'investisseur) seront converties en actions ordinaires avant une cotation en bourse, selon un certain ratio (par exemple 1 : 1)²¹²⁸. Nous renvoyons le lec-

1071

²¹²⁵ GERHARD, *Exit*, p. 101.

²¹²⁶ Voir à ce sujet, BONVIN Jacques, *Perspective. La cotation d'une société sur un nouveau marché (IPO), mode d'emploi*, 30 octobre 2000, LeTemps.ch, <<https://www.letemps.ch/economie/perspective-cotation-dune-societe-un-nouveau-marche-ipo-mode-demploi>> (consulté le 27 juin 2019).

²¹²⁷ RÓTHELI ET AL., p. 300.

²¹²⁸ SECA, *Shareholders agreement*, p. 18.

teur à ce qui a été dit auparavant au sujet de la conversion, votée ou automatique, des actions privilégiées en actions ordinaires (cf. N 1006 ss).

6. Droit à la cotation

- 1072 La cotation des actions en bourse est une compétence de la société et non de l'actionnaire. Autrement dit, en vertu de l'art. 716 al. 1 CO, c'est au conseil d'administration que revient cette compétence²¹²⁹. Il s'agit là d'un désavantage majeur pour l'investisseur, qui ne peut pas imposer la cotation de la société aux autres actionnaires²¹³⁰. Pourtant, l'entrée en bourse est un scénario positif, largement souhaitable pour l'investisseur, qui pourra y réaliser le retour sur investissement espéré ; de leur côté, le fondateur et le *management* peuvent choisir de ne pas aliéner leur participation et garder un certain contrôle sur la société²¹³¹. C'est pour cela qu'il est recommandé à l'investisseur de se ménager un droit à la cotation (« *registration right* », « *Kotierungsrecht* ») : ce droit lui permet de demander, de manière unilatérale, que la société soit introduite en bourse²¹³².
- 1073 Le débiteur de ce droit à la cotation de l'investisseur peut tout d'abord être la société. Premièrement, la société peut, au travers de son conseil d'administration, s'engager contractuellement à déléguer la décision de cotation à un certain actionnaire. En effet, il est admis que la décision de cotation ne fait pas partie des attributions intransmissibles et inaliénables du conseil d'administration (art. 716a al. 1 CO)²¹³³. Il faut toutefois s'assurer que le conseil d'administration n'a pas déjà délégué la compétence de décider d'une cotation en bourse à l'assemblée générale, ce qui aurait pour effet de rendre nul, au vu du droit des sociétés, le droit à la cotation nouvellement octroyé à l'actionnaire²¹³⁴. Selon nous, cette solution, quoique licite, n'est pas optimale, en tant qu'elle présente des « difficultés pratiques considérables »²¹³⁵ : le conseil d'administration est bien plus à-même de savoir si une cotation en bourse est pratiquement et financièrement envisageable.
- 1074 Nous considérons qu'il est plus logique d'attribuer la compétence de décider d'une cotation en bourse à l'assemblée générale : les statuts prévoient alors

²¹²⁹ FRICK, *Private Equity*, p. 389 ; TRIPPEL, *IPO*, p. 199.

²¹³⁰ GERHARD, *Exit*, p. 99.

²¹³¹ BIENZ/WALZ, p. 13.

²¹³² SÖDING, *Private Equity*, p. 378.

²¹³³ FRICK, *Private Equity*, p. 388, ainsi que GERHARD, *Exit*, p. 100s.

²¹³⁴ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 847 ; FRICK, *Private Equity*, p. 388.

²¹³⁵ GERHARD, *Exit*, p. 99.

que la compétence quant à une telle décision relève de l'assemblée générale exclusivement (art. 698 al. 2 ch. 6 CO)²¹³⁶. Parallèlement, par le biais d'accords de vote au sein de la convention d'actionnaires, les autres actionnaires s'engageront à prendre les mesures nécessaires – et à voter en conséquence à l'assemblée générale – pour faciliter l'entrée en bourse de la société²¹³⁷, lorsque le titulaire du droit à la cotation l'exige²¹³⁸. Dans un tel cas, ce sont alors les autres actionnaires qui sont débiteurs du droit à la cotation de l'investisseur.

On prendra aussi le soin de définir les conditions particulières devant être remplies pour que le bénéficiaire du droit à la cotation puisse invoquer ledit droit, comme la durée d'engagement minimale avant que le droit à la cotation puisse être exercé ou l'atteinte de certains objectifs financiers²¹³⁹.

1075

Comme le relève GERHARD, accorder un tel droit à la cotation (directement envers la société, ou envers les autres actionnaires) à un investisseur améliore largement la position de ce dernier dans le cadre d'une négociation visant une entrée en bourse ou tout autre type de désengagement, particulièrement lorsqu'il est minoritaire²¹⁴⁰. Il est évident qu'imposer une cotation à un *management* réticent et/ou à une société qui n'y est financièrement pas encore prête ne fait aucun sens ; toutefois, le fait de posséder un tel droit renforce considérablement les perspectives d'*exit* de l'investisseur, et lui permet d'exercer une certaine pression sur le *management* et les autres actionnaires, lorsqu'une cotation devient envisageable. Quant à l'exécution, en cas de non-respect du droit à la cotation, le titulaire ne peut qu'exiger la réparation du dommage (*cf.* N 1191 ss) et la mise en œuvre d'une éventuelle clause pénale. Il lui est toutefois recommandé de prévoir d'autres mesures plus incisives permettant d'assurer le respect de son droit²¹⁴¹ : il pourrait ainsi prévoir une *option put* obligeant le *management* ou les autres actionnaires à lui racheter sa participation si la cotation n'a pas été effectuée avant un certain délai. Inversement, l'investisseur peut s'octroyer une *option call* lui permettant de racheter les parts du *management* et de certains autres actionnaires si l'entrée en bourse n'a pas eu lieu avant une certaine date.

1076

²¹³⁶ SÖDING, *Private Equity*, p. 378.

²¹³⁷ GERHARD, *Exit*, p. 99s. ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, pp. 174 et 216.

²¹³⁸ Cette solution est aussi envisagée par FRICK, *Private Equity*, p. 390 et GERHARD, *Exit*, p. 101..

²¹³⁹ SÖDING, *Private Equity*, p. 378.

²¹⁴⁰ GERHARD, *Exit*, p. 99s.

²¹⁴¹ GERHARD, *Exit*, p. 100.

C. *Trade sale*

1. Définition

1077 Dans le cas d'une *trade sale* (« vente stratégique », « *strategischer Verkauf* »), la société ayant fait l'objet du financement est reprise, c'est-à-dire rachetée, par un investisseur stratégique ou industriel, généralement une autre entreprise²¹⁴². L'acquéreur achète en règle générale l'ensemble des actions puisque son intérêt porte sur « l'activité opérationnelle de la société-cible »²¹⁴³. En effet, le but visé par la *trade sale* est avant tout l'assimilation de la société financée au sein de la structure de l'acquéreur²¹⁴⁴ ; le fondateur et le *management*, et plus généralement les actionnaires minoritaires, perdent en principe largement le contrôle de la société²¹⁴⁵ ; ils sont même parfois obligés de céder leurs titres de participation aux côtés du vendeur²¹⁴⁶ (*drag along*, cf. N 938). C'est là le cas préféré et le plus fréquent de désengagement de l'investisseur²¹⁴⁷ : c'est d'ailleurs successivement en 2015, 2016, 2017 puis en 2018 que des nombres record de *trade sales* ont été enregistrés²¹⁴⁸.

2. Utilité

1078 La *trade sale* présente plusieurs avantages pour l'investisseur : tout d'abord, elle lui permet de se désengager de manière rapide, uniforme et moins onéreuse qu'une cotation en bourse²¹⁴⁹. Il existe aussi certains avantages fiscaux

²¹⁴² Rapport capital-risque 2012, p. 12 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1086 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 152 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 286 ss. Voir aussi GERICKE, *Trade Sale*, p. 143, qui distingue la *trade sale* au sens strict et au sens large, ainsi que plusieurs nuances suivant le type d'acquéreur.

²¹⁴³ GERHARD, *Exit*, p. 113 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 286. En ce qui concerne la procédure à suivre pour s'assurer que la totalité des titres de participation seront transférés, notamment en ce qui concerne les droits d'options et de conversion, cf. GERICKE, *Trade Sale*, p. 154s.

²¹⁴⁴ GERHARD, *Exit*, p. 113 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 23.

²¹⁴⁵ BIENZ/WALZ, p. 13 ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 152.

²¹⁴⁶ GERICKE, *Trade Sale*, p. 147.

²¹⁴⁷ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 23.

²¹⁴⁸ Pour les *trade sales* de 2015, cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 22 ; pour les chiffres de 2016, cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2017*, p. 29s. ; pour l'année 2017, cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 35s. ; pour l'année 2018, cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2019*, p. 45.

²¹⁴⁹ GERHARD, *Exit*, p. 113 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 286.

lorsque l'investisseur est considéré comme une société de participations (art. 69s. LIFD)²¹⁵⁰. Pour le *management* et les fondateurs, la *trade sale* ne présente que peu d'avantages, au contraire. La vente de l'entreprise signifie que l'indépendance de cette dernière est irrémédiablement limitée, voire totalement perdue²¹⁵¹ ; en raison de l'acquisition stratégique de la société, le *management* est souvent évincé²¹⁵². Aux fondateurs/*managers* d'être forts en négociation et de parvenir à se ménager certains avantages : on pense par exemple au maintien des contrats de travail ou à la remise de bons de jouissances.

A contrario, si le repreneur souhaite garder le fondateur/*management* en place, alors une *trade sale* peut se révéler extrêmement intéressante, en tant qu'il existe alors un accès à des ressources plus importantes et des perspectives sérieuses de développement²¹⁵³. Cela peut être une opportunité extrêmement intéressante pour la société et son produit/service : l'acquéreur est en principe une société ayant un pouvoir de marché important²¹⁵⁴. La société-cible étant rarement dissoute au sein de la structure de l'acquéreur, elle devrait être en mesure de développer efficacement ses produits ou services au sein du groupe dans lequel elle a été intégrée. Il ne s'agit pas d'une science exacte : il peut arriver que le repreneur souhaite uniquement acquérir la société pour saboter le produit ou service, par exemple parce que cela lui pourrait lui causer une concurrence malvenue qu'il préfère éliminer dans le berceau.

1079

3. Droits d'acquisition

La survenance d'un tel scénario peut être renforcée par la mise en place de droits d'acquisition et devoirs de reprise, pour permettre de réduire adéquatement le nombre d'actionnaires (ou de groupes d'actionnaires)²¹⁵⁵ et satisfaire le repreneur : comme nous l'avons vu précédemment, plusieurs clauses concernant les droits d'acquisition peuvent – et parfois doivent – être prévues, notamment celles de *drag along* ou *tag along* (cf. N 938). Les clauses de *drag along* permettront d'assurer que la totalité des actions sera vendue en un bloc, sans que le repreneur ait à se soucier d'une minorité réfractaire à l'idée de vendre ses titres. Comme le précisent HERITIER LACHAT/CHENAUX, il devient alors possible « d'accélérer le processus et d'éviter [...] de perdre une oppor-

1080

²¹⁵⁰ Voir à ce sujet VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 286s.

²¹⁵¹ GERHARD, *Exit*, p. 114 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 287 et les références citées.

²¹⁵² GERICKE, *Trade Sale*, p. 148.

²¹⁵³ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 287.

²¹⁵⁴ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 23.

²¹⁵⁵ Entretien avec M. DUCOMMUN.

tunité de vente »²¹⁵⁶. En outre, il convient de rester attentif aux droits d'acquisition pouvant compliquer une *trade sale*, notamment les droits d'emption ou de préemption, prévoyant des droits d'achats prioritaires à certaines parties, ce qui pourrait potentiellement empêcher la vente des actions à un tiers repreneur²¹⁵⁷.

4. Produit de vente

1081 Il est essentiel de savoir comment le produit de la vente de la société doit être réparti entre les parties au financement. En règle générale et si rien n'est précisé dans la convention d'actionnaires, la répartition se fait en fonction des versements opérés au capital-actions, sans tenir compte de l'agio, par analogie avec l'art. 661 CO, c'est-à-dire selon la valeur nominale des titres. La convention peut prévoir une clé de répartition et des modalités différentes selon les désirs des parties. Nous renvoyons à ce qui a été dit à ce sujet dans la section dédiée à la répartition du produit de vente et d'éventuels privilèges (*cf.* N 1035).

1082 Comme déjà explicité, il convient de rappeler que ces éléments ne concernent pas directement la société, puisqu'il s'agit de la vente des actions ; la préférence sur le produit de vente ne peut donc pas être réglée en passant par l'institution statutaire des actions privilégiées²¹⁵⁸. Enfin, les coûts d'une *trade sale* doivent être pris en compte dans le calcul du rendement et de la répartition du produit de vente²¹⁵⁹.

D. *Secondary sale*

1083 La *secondary sale* est le fait pour l'investisseur initial de vendre sa participation à un tiers, souvent un autre investisseur ou un capital-risqueur²¹⁶⁰. Ce genre de vente concerne surtout les investisseurs spécialisés dans le financement de certaines phases seulement. Ainsi, on peut imaginer un investisseur

²¹⁵⁶ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1091.

²¹⁵⁷ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 288.

²¹⁵⁸ FRICK, *Private Equity*, p. 398 ; GERHARD, *Exit*, p. 121s.

²¹⁵⁹ Ils se situent généralement entre CHF 30'000 et 50'000, selon RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 217. En ce qui concerne les phases d'une *trade sale* typique, *cf.* GERICKE, *Trade Sale*, p. 150.

²¹⁶⁰ Rapport capital-risque 2012, p. 12 ; GERICKE, *Trade Sale*, p. 143s. ; KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 153 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 291 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 25 ; Entretien avec M. DUCOMMUN.

actif principalement dans le financement de jeunes sociétés en phase d'amorçage et de développement initial, qui céderait ses parts à un autre investisseur en prévision d'une IPO ou d'un MBO²¹⁶¹. Lors d'une *secondary sale*, le *management* est souvent vendu « avec » la société-cible²¹⁶². En outre, selon les cas, il peut être important de s'assurer que le nouvel investisseur reprendra les droits et obligations de l'investisseur-vendeur, découlant notamment de la convention d'actionnaires,²¹⁶³.

E. *Buy-back*

Comme son nom l'indique, le *buy-back* (« *redemption* », « *Rückkauf* ») est un rachat d'actions. Typiquement, l'investisseur revend une partie ou l'ensemble de ses actions à la société, à d'autres actionnaires²¹⁶⁴, voire au *management*²¹⁶⁵. Pour ce faire, il exerce généralement une option de vente ou d'autres droits d'acquisition qu'il s'est au préalable réservés dans la convention²¹⁶⁶. Il s'agit somme toute d'un droit unilatéral de vendre les titres de participation détenus.

1084

Une telle clause a le mérite de rendre l'investissement du bailleur de fonds liquide. Elle lui permet en outre de réaliser son désengagement quand il le désire, lui garantit de réaliser un certain rendement et consolide de ce fait son statut au sein de l'actionnariat²¹⁶⁷. Précisons par ailleurs que les coûts de la mise en œuvre du *buy-back* sont très faibles²¹⁶⁸, rendant ce type d'*exit* d'autant plus intéressant pour l'investisseur. En ce qui concerne le détail (conditions, prix, etc.), nous renvoyons aux sections dédiées aux droits d'acquisition et au devoir de reprise (*cf.* N 901 ss et 924).

1085

²¹⁶¹ Exemple emprunté à WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 25.

²¹⁶² GERICKE, *Trade Sale*, p. 148.

²¹⁶³ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 291.

²¹⁶⁴ FRICK, *Private Equity*, p. 410 ; PETER/JACQUEMET, p. 191 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 375 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 26.

²¹⁶⁵ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 291.

²¹⁶⁶ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 887 ; RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 219.

²¹⁶⁷ GERHARD, *Exit*, p. 126.

²¹⁶⁸ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 218s.

1. Contre la société

- 1086 Il peut s'agir d'un *company buy-back*, lorsque c'est la société qui doit racheter les parts de l'investisseur²¹⁶⁹. On considère généralement qu'une telle obligation est licite²¹⁷⁰. Dans cette mesure, la société sera alors partie à la convention d'actionnaires²¹⁷¹. Il est aussi possible de préparer une convention séparée pour ce type de rapport contractuel.
- 1087 L'exercice d'une telle option de vente à l'encontre de la société financée peut porter atteinte à la réputation de cette dernière, en ce sens que le marché risque de considérer cela comme un « manque de qualité de la société »²¹⁷². En outre, l'exercice de l'option risque d'utiliser une partie considérable, voire la totalité des liquidités de la société, ce qui nuirait gravement à son bon fonctionnement et à son espérance de vie. Il faut en outre respecter les exigences légales mentionnées ci-dessous, en ce qui concerne le rachat par la société de ses propres actions.
- 1088 Le devoir de reprise à charge de la société ne pose, à vrai dire, aucun problème lorsque l'investisseur se désengage suite à des bons résultats de la part de la société, qui dispose alors de suffisamment de fonds propres librement disponibles pour racheter les actions. En revanche, lorsque l'investisseur choisit de se désengager alors que la jeune société n'est pas encore parvenue à s'imposer, il est vraisemblable que cette dernière ne pourra pas se permettre de racheter les actions de l'investisseur. Nous recommandons donc de prévoir un devoir de reprise à charge de la société, uniquement à la condition qu'un tel rachat ne mette pas en péril sa croissance et son développement. On ferait alors dépendre l'existence du devoir de reprise d'un certain chiffre d'affaires, et/ou de l'accomplissement de certains objectifs ou *milestones*.

a. Limitations légales

- 1089 La loi prévoit que le droit de vote des actions propres est suspendu (art. 659a al. 1 CO) pour ne pas donner trop de pouvoir au *management*. En outre, une

²¹⁶⁹ Rapport capital-risque 2012, p. 12, qui définit – selon nous à tort – le *company buy-back* comme le cas où l'entrepreneur rachète les parts de l'investisseur en capital-risque. La traduction anglaise est la seule qui mentionne, correctement, qu'il s'agit du cas où la société rachète les parts de l'investisseur ; PETER/JACQUEMET, p. 191 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 26. Voir aussi BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 887, qui parle de « *redemption right* ».

²¹⁷⁰ PETER/JACQUEMET, p. 190 et les références citées.

²¹⁷¹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 267.

²¹⁷² GERHARD, *Exit*, p. 126 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 26.

réserve séparée correspondant à la valeur d'acquisition des actions doit être créée (art. 659a al. 2 CO), mais uniquement lors de l'achat effectif des actions et non avant, lors du simple octroi de l'option par exemple²¹⁷³. Par ailleurs, la société doit veiller au respect des dispositions légales concernant l'acquisition par la société de ses propres actions (art. 659 ss CO)²¹⁷⁴. L'art. 659 al. 1 CO autorise la société à racheter ses propres actions à condition qu'elle dispose librement d'une part de ses fonds propres équivalant au montant de la dépense nécessaire et que l'ensemble de ces actions ne dépasse pas 10% du capital-actions, respectivement 20% lorsque des actions nominatives sont acquises en relation avec une restriction de transmissibilité. Constituent les fonds librement disponibles le bénéfice reporté et les réserves librement disponibles²¹⁷⁵. La jurisprudence fédérale a eu l'occasion de préciser que l'art. 659 CO ne vaut que comme prescription d'ordre du point de vue du droit commercial²¹⁷⁶. Ainsi, sa violation reste souvent dénuée de sanctions dans la pratique et provoque uniquement des conséquences au niveau du droit de la responsabilité du conseil d'administration (art. 754 CO)²¹⁷⁷. La société doit en outre veiller à respecter le principe d'égalité de traitement ; elle doit notamment traiter de la même manière tous les actionnaires ayant choisi d'exercer leur option de vente²¹⁷⁸.

Toutefois, une violation des prescriptions précitées déclenche la fiction fiscale (irréfragable) de liquidation partielle²¹⁷⁹ et l'obligation de payer l'impôt anticipé correspondant (art. 4a al. 1 LIA)²¹⁸⁰. Si la société rachète les actions alors qu'elle ne dispose pas des réserves librement disponibles nécessaires, on considère cela comme un remboursement du capital qui est lui interdit²¹⁸¹.

1090

²¹⁷³ GERHARD, *Exit*, p. 128 et les références citées.

²¹⁷⁴ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 887 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 221.

²¹⁷⁵ Sur la question de l'appartenance de l'agio aux réserves librement disponibles, GERHARD, *Exit*, p. 128 ; GERHARD, *Private Investments*, p. 348s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 265s.

²¹⁷⁶ ATF 136 II 33, RDAF 2010 II 485, consid. 3.2.4.

²¹⁷⁷ ATF 136 II 33, RDAF 2010 II 485, consid. 3.2.4 ; GERHARD, *Exit*, p. 128 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 221.

²¹⁷⁸ BSK OR II-LENZ/VON PLANTA, Art. 659 N 7a ; FRICK, *Private Equity*, p. 417 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 375.

²¹⁷⁹ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 575s. ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 62s.

²¹⁸⁰ ATF 136 II 33, RDAF 2010 II 485, consid. 3.2.2.

²¹⁸¹ GERHARD, *Exit*, p. 129s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, pp. 267-269.

b. Égalité de traitement

- 1091 La société doit aussi veiller à respecter l'égalité de traitement entre actionnaires (art. 717 al. 2 CO)²¹⁸², même si elle est somme toute « victime » de l'exercice de l'option par l'actionnaire. Rappelons tout d'abord que l'égalité de traitement est relative, si bien que l'on peut y déroger dans la mesure où la dérogation est objectivement justifiée, nécessaire et raisonnable²¹⁸³. En outre, l'*option put* sera prévue dans la convention d'actionnaires, si bien que l'accord des autres actionnaires est acquis *ab initio*²¹⁸⁴. Toutefois, même si l'*option put* est prévue dans la convention d'actionnaires²¹⁸⁵, il est possible d'aboutir à des problématiques d'égalité de traitement si le cercle d'actionnaires se modifie²¹⁸⁶. Il est donc vital que les nouveaux actionnaires adhèrent à la convention d'actionnaires prévoyant l'*option put*. Pour toutes ces raisons, BARTHOLD préconise d'éviter le company *buy-back*, et de prévoir une option de vente à l'encontre des autres actionnaires et/ou du *management*²¹⁸⁷. Nous considérons que le *buy-back* n'est absolument pas problématique, pour autant qu'il soit expressément prévu dans la convention d'actionnaires (réunissant tous les actionnaires de la jeune société). En invoquant une inégalité de traitement et empêchant de ce fait le *buy-back* d'être mis en œuvre conformément à ce qui avait été prévu par les parties, l'actionnaire violerait ses engagements contractuels et serait ainsi exposé au paiement de dommages-intérêts et/ou d'une peine conventionnelle, ce qu'il souhaitera bien sûr éviter.

2. Contre les autres actionnaires

- 1092 Dans ce cas, il s'agit du droit unilatéral de vendre ses actions aux autres actionnaires parties à la convention, comme par exemple les fondateurs ou les autres investisseurs²¹⁸⁸. Ce scénario d'*exit*, largement subsidiaire aux autres scénarios, est souvent envisagé comme *ultima ratio*²¹⁸⁹, le fondateur ne possédant en principe pas un patrimoine suffisant pour pouvoir racheter la participation de l'investisseur. Il est donc fort incertain qu'il accepte une telle clause. Dans ce genre de cas, il est possible de moduler la clause et choisir de laisser

²¹⁸² BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 884.

²¹⁸³ BSK OR II-WATTER/ROTH PELLANDA, Art. 717 N 22 ss ; GERHARD, *Exit*, p. 129 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 523.

²¹⁸⁴ GERHARD, *Exit*, p. 129.

²¹⁸⁵ Il n'est pas possible de l'insérer dans les statuts, cf. GERHARD, *Exit*, p. 129.

²¹⁸⁶ GERHARD, *Exit*, p. 129.

²¹⁸⁷ BARTHOLD, *Rechtliche Gestaltung*, p. 887.

²¹⁸⁸ WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 26.

²¹⁸⁹ *Ibid.*

le choix au fondateur entre le rachat de la participation de l'investisseur ou la liquidation de la société²¹⁹⁰. Une autre solution est de prévoir un rachat « progressif » : les parties peuvent convenir que l'actionnaire-acheteur rachète progressivement les parts de l'investisseur, sur une durée plus ou moins longue²¹⁹¹.

3. Contre le *management*

Il est envisageable de prévoir des clauses de *buy-back* à l'encontre du *management* en place, qui possède évidemment une connaissance très bonne de la société²¹⁹². Pour le cas où la société se porte bien, le vendeur pourra donc obtenir un bon prix, puisque le *management*, contrairement à un tiers, est au courant de cette bonne santé. Plus rarement, il arrive que le *management* propose de racheter la totalité des actions aux actionnaires (« *management buy-out* », « *MBO* »). Cela est souvent dû à l'asymétrie de l'information²¹⁹³ et au désir du *management* de rester en place, ce qui ne serait pas forcément le cas lors d'une *trade sale*, par exemple.

1093

F. Autres cas

1. *Asset deal*

L'*asset deal* consiste en la vente des actifs essentiels de la société à un tiers, en général une autre société. Il s'agit d'une vente indirecte, en ce sens que le prix de vente est versé à la société et non aux actionnaires. Le but social de la société devient en général impossible et la société doit être liquidée²¹⁹⁴. D'éventuels privilèges de liquidation, contractuels ou statutaires, permettront à l'investisseur d'effectuer son retour sur investissement de manière prioritaire²¹⁹⁵.

1094

²¹⁹⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 221.

²¹⁹¹ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 194.

²¹⁹² VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 291s., qui parle d'« *Insider-Stellung* ».

²¹⁹³ KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 153.

²¹⁹⁴ KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 154s. et les références citées.

²¹⁹⁵ SECA, *Shareholders agreement*, p. 16.

2. En cas de scission ou *spin-off*

- 1095 Lorsqu'une scission ou un *spin-off* de la société sont décidés, les privilèges patrimoniaux des différentes parties doivent être préservés. Malheureusement, il est extrêmement rare que les parties pensent à ce cas de figure dans la convention d'actionnaires²¹⁹⁶. Il conviendra donc, le cas échéant, d'amender la convention d'actionnaires et de rédiger les statuts de la nouvelle société en conséquence.

3. En cas de fusion

- 1096 Les droits préférentiels des investisseurs doivent aussi être réglés lorsqu'un cas de fusion survient, et que l'investisseur souhaite se désengager à cette occasion. Il s'agit alors d'un cas de vente de l'entreprise. En effet, si l'investisseur souhaite devenir actionnaire de la nouvelle société post fusion, il ne s'agit alors plus d'un *exit*.

Chapitre 7 : Droits et devoirs divers

- 1097 D'autres droits et obligations peuvent être octroyés, respectivement mis à la charge des parties, par le biais de la convention d'actionnaires. Il s'agira en particulier de régler les questions relatives à d'éventuels plans d'intéressement, au devoir de fidélité et autres interdictions de concurrence. Enfin, les parties pourront s'engager à effectuer des versements supplémentaires.

I. Plans d'intéressement

- 1098 Il est courant chez les jeunes sociétés que les actionnaires-fondateurs travaillent au sein de la société, ou, à l'inverse, que les « employés-clés » deviennent petit-à-petit actionnaires, grâce aux plans d'intéressement²¹⁹⁷. Il est aussi pos-

²¹⁹⁶ GERIQUE, *Vorzugsrechte*, p. 143.

²¹⁹⁷ LEIS/JACCARD, p. 135.

sible pour les parties de s'engager à fournir des prestations personnelles à la société, sous forme de travail par exemple²¹⁹⁸. Il est en effet essentiel de s'assurer que les fondateurs et les employés-clés resteront liés à la jeune société. Pour ce faire, on mettra souvent en place des plans d'intéressement (« *employee stock option plan* »²¹⁹⁹ « *ESOP* », « *Beteiligungsplan* ») et, parallèlement, un système de restriction de transmissibilité des actions (cf. N 879 ss). Il est en conséquence de plus en plus fréquent que les sociétés en phase d'expansion proposent à leurs employés/*management* des actions, des options, voire des bons de jouissance, à titre de rémunération²²⁰⁰. Nous nous proposons donc d'aborder les plans d'intéressement, sous l'angle de l'activité opérationnelle du fondateur.

A. Notion

Les plans d'intéressement sont une forme de rémunération, intervenant par « la délivrance de droits de participation, de droits d'option ou de bons de jouissance »²²⁰¹. Ils donnent la possibilité aux employés et/ou au *management* de participer – ou d'espérer un jour pouvoir participer – au capital social de la jeune société²²⁰², voire participer au bénéfice réalisé lorsque ce sont les bons de jouissance qui sont remis. Ils permettent non seulement d'éviter de brûler une trop grande partie des liquidités disponibles mais solidifient et fidélisent aussi le « capital intellectuel » de la société, considéré comme un « facteur déterminant dans la valorisation » de l'entreprise²²⁰³. Tout cela aura généralement pour effet d'améliorer la productivité, élément essentiel lors des débuts de la jeune société²²⁰⁴. En définitive, les plans d'intéressement ont pour effet d'« aligner les intérêts du *management* et de l'actionnaire dans une perspective durable »²²⁰⁵.

1099

²¹⁹⁸ MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 188.

²¹⁹⁹ Aussi parfois « *employee stock ownership plan* ».

²²⁰⁰ CHENAUX, *Plans d'intéressement*, p. 446 ; CHENAUX/DUMMERMUTH, p. 1 ; HAYMANN/REUTER, p. 781. Pour des modèles de plans d'intéressement pour les collaborateurs, cf. CHENAUX/DUMMERMUTH, p. 85 ss ; RÜTTER/ZWYSSIG, p. 148.

²²⁰¹ CHENAUX/DUMMERMUTH, p. 1.

²²⁰² CHENAUX, *Plans d'intéressement*, p. 447 ; GERHARD, *Exit*, p. 91.

²²⁰³ CHENAUX, *Plans d'intéressement*, pp. 446 et 448 ; CHENAUX/DUMMERMUTH, p. 3 ; DESBRIÈRES ET AL., *Plans d'option*, p. 4.

²²⁰⁴ DESBRIÈRES ET AL., *Plans d'option*, p. 5 ss.

²²⁰⁵ CHENAUX, *Plans d'intéressement*, p. 449 et la référence citée.

- 1100 Ainsi, lors de chaque tour de financement, on déterminera le nombre d'actions alloués au programme de participation, que cela soit par un plan d'option sur titres ou un plan d'option²²⁰⁶. Le plan d'option permet d'offrir directement des actions aux bénéficiaires. Par le biais du plan d'option sur titres, on remet des options d'achats sur les actions de la société²²⁰⁷.
- 1101 Les plans d'intéressement seront élaborés à l'aide de plusieurs documents²²⁰⁸ : en premier lieu, par le biais de la convention d'actionnaires réunissant les parties au financement ; ces dernières s'engageront à mettre en œuvre le plan d'intéressement à l'échelon de la société, par le biais d'un règlement interne²²⁰⁹, qui en deviendra alors « l'axe central »²²¹⁰. Ce règlement exprimera les règles d'octroi et d'exercice et le cercle de bénéficiaires, conformément à ce qui a été prévu de manière contractuelle par les parties au financement. Au niveau statutaire, les statuts de la société devront prévoir un capital conditionnel, voire une augmentation de capital autorisée²²¹¹.
- 1102 Comme le relèvent CHENAUX/DUMMERMUTH, il arrive fréquemment, au sein des jeunes sociétés, que des options soient promises avant que le plan d'intéressement n'ait été formellement mis en place. Il convient alors de « réserver les conditions spécifiques » lorsque de tels engagements sont effectués²²¹².

B. Bénéficiaires

- 1103 Chez les jeunes sociétés, la tendance est plutôt à définir un cercle de bénéficiaires relativement large ; on choisira ainsi d'ouvrir le capital au *management*, mais aussi aux cadres, voire même aux employés subalternes. On veillera à bien préciser le cercle des bénéficiaires dans la clause conventionnelle, qui sera ensuite reprise dans le règlement interne. Nous conseillons en outre de faire bénéficier le fondateur d'un tel plan d'intéressement, principalement lorsqu'il s'agit d'une personne clé et qu'il a subi une dilution conséquente, comme c'est en général le cas dans le financement de jeunes sociétés. Même s'il possède déjà un certain nombre d'actions, cela permet de s'assurer la continuation de son activité opérationnelle et représente une incitation financière,

²²⁰⁶ WYSS, *I. Teil*, p. 424.

²²⁰⁷ WENGER/HONOLD, p. 156.

²²⁰⁸ WILHELM/BERSIER, p. 1079.

²²⁰⁹ CHENAUX/DUMMERMUTH, p. 11.

²²¹⁰ WILHELM/BERSIER, p. 1079.

²²¹¹ *Ibid.*

²²¹² CHENAUX/DUMMERMUTH, p. 20.

voire même émotionnelle, au vu de la relation particulière que le fondateur entretient avec la jeune société.

C. Émission d'actions

Cela passera principalement par la création d'un capital-actions conditionnel au sens des art. 653 ss CO. De manière plus marginale, on pourrait aussi envisager de passer par l'augmentation autorisée ou la création d'actions propres par la société²²¹³. La création d'un tel capital conditionnel a plusieurs avantages : il est possible d'émettre le nombre d'actions requis dès que cela est nécessaire, sans limite temporelle (art. 653e et 653i CO). Comme nous l'avons déjà vu, la simplification de la structure du capital est souhaitable : il s'agit donc d'éviter la remise de bons de jouissance, de bons de participations ou d'actions dont les privilèges patrimoniaux et/ou sociaux ont été modulés à la hausse, respectivement à la baisse. En conséquence, nous recommandons de prévoir la remise d'actions ordinaires aux bénéficiaires, tout en s'assurant que ces derniers sont parties à la convention d'actionnaires, permettant ainsi de maintenir un certain contrôle sur leurs droits sociaux et patrimoniaux. On conseillera enfin à la société de constituer un capital-conditionnel dès sa fondation, pour éviter de nouveaux frais lors de la création d'un tel capital, lorsque vient le moment de mettre en place un plan d'intéressement²²¹⁴.

1104

D. Coût

Comme mentionné précédemment, les titres seront, en règle générale, mis à disposition par le biais d'une augmentation conditionnelle du capital, en supprimant le droit de souscription préférentiel des actionnaires²²¹⁵. Les plans d'intéressement mènent donc inévitablement à une dilution des actionnaires existants²²¹⁶ ; c'est ce que l'on appelle le « coût » du plan d'intéressement. En général, il faudra essayer de garder entre 5 et 10% du capital pour les plans d'intéressement, en espérant attirer par ce biais de nouveaux employés et *managers* de qualité ; en pratique, chez les jeunes sociétés, les pourcentages sont souvent plus élevés²²¹⁷.

1105

²²¹³ CHENAUX, *Plans d'intéressement*, p. 448 et les références citées.

²²¹⁴ Entretien avec M. DUCOMMUN.

²²¹⁵ ATF 130 III 495, JdT 2005 I 79 ; EMCH ET AL., p. 689.

²²¹⁶ CHENAUX, *Plans d'intéressement*, p. 446.

²²¹⁷ LEBRET, *Start-up*, p. 9. Voir aussi CHENAUX, *Plans d'intéressement*, p. 448s.

E. *Vesting*

1106 Il est conseillé de prévoir que l'exercice d'une option ou la cession de titres obtenus par le biais du plan ne peuvent être effectués qu'après un certain laps de temps suivant l'attribution (« *grant* ») ; on nomme cela une « *vesting period* ». La durée varie en fonction du domaine d'activité de la société : elle sera plus longue dans le secteur de la *biotech* et plutôt court dans celui de la technologie et information. La *vesting period* ne devrait en principe pas dépasser les dix ans²²¹⁸ ; au-delà existe le risque de l'engagement excessif (art. 27 CC)²²¹⁹.

1107 En définitive, le *vesting* permet à la société ou aux autres actionnaires de récupérer les droits de participation de l'individu sortant, à savoir un employé, un fondateur ou un administrateur, décidant de quitter la société sans justes motifs et possédant des actions ou des droits d'options ou de conversion, obtenus dans le cadre du plan d'intéressement suite à son activité au sein de la société.

1108 Il est essentiel de prévoir les modalités exactes du *vesting*. Par exemple, on peut prévoir un pourcentage minimal de la participation, acquis en tous les cas, sur lequel le *vesting* ne fera pas effet. Le *vesting* peut aussi être échelonné : le déblocage des droits se fait alors progressivement, en pratique très souvent 25% par année pendant 4 ans.

Exemple : un cadre obtient 4'000 actions, soumises à un *vesting* de 1'000 actions par année. Cela signifie qu'un fondateur peut quitter la société après quatre ans en emportant la totalité de ses actions. S'il quitte la société après trois ans, seules 3'000 actions auront bénéficié du *vesting*. Il devra donc rendre 1'000 actions à l'entreprise ou aux autres actionnaires.

1109 Il est possible de prévoir un délai de « *cliff* » qui accompagnerait le *vesting*²²²⁰. Par ce mécanisme, une durée minimale de détention est instaurée. Ainsi, pour un *vesting* de cinq ans avec une clause *cliff* de deux ans, cela signifie que le *vesting* des actions s'étendra sur cinq ans, mais que si l'individu quitte la société avant deux ans, il n'obtiendra aucune participation²²²¹. En pratique cependant, il s'agit souvent de *restricted stock units* : l'employé ne reçoit pas immédiatement l'action mais le droit d'obtenir gratuitement l'action après un certain délai, pour autant qu'il ne quitte pas la société trop précipitamment. Il

²²¹⁸ Pour tout le paragraphe, CHENAUX, *Plans d'intéressement*, p. 449.

²²¹⁹ Les considérations développées dans le cadre des droits d'acquisition peuvent ici être reprises, cf. N 909.

²²²⁰ LEBRET, *Start-up*, p. 9.

²²²¹ Pour plus de détails quant à l'instrument du *vesting* dans le cadre de l'investissement en capital-risque, fréquemment utilisé aux États-Unis, cf. SKEIE, *Vesting*, p. 1 ss.

peut aussi s'agir de *performance stock units* : les actions sont remises par la société au bénéficiaire uniquement si certains objectifs sont atteints²²²².

F. *Good/bad leaver*

Les employés-clés (notamment les fondateurs et/ou le *management*), détenant des actions de la société, peuvent quitter leurs fonctions, pour diverses raisons²²²³, ce qui pourrait laisser la jeune société dans l'embarras. Pour s'assurer qu'un fondateur ne quitte pas le navire avec une part du capital-actions trop importante, on prévoira fréquemment des clauses de *good leaver/bad leaver*²²²⁴ : on doit alors s'intéresser aux motifs ayant mené au départ l'actionnaire concerné²²²⁵ pour savoir s'il doit rendre tout ou partie de ses titres de participation et à quel prix, ou si, au contraire, il est en droit de les garder. Il est recommandé de toujours prévoir des clauses de *good leaver*, permettant d'adoucir le *vesting*²²²⁶.

1110

Si l'individu a choisi de partir volontairement et sans motifs justifiés, il devra généralement rendre ses actions ou les vendre, à un prix souvent dérisoire, par exemple à leur valeur nominale²²²⁷ ou au prix par action du premier tour de financement²²²⁸ ; on nomme cela un *bad leaver*. On pense principalement aux cas de résiliation extraordinaire pour justes motifs par l'employeur – par exemple lorsque le contrat de travail/mandat a été violé gravement par l'employé – ou à la démission de l'employé sans justes motifs²²²⁹. Si, au contraire, la société a décidé de se passer de lui sans raison, il pourra en principe garder tout ou partie de ses actions ; il s'agit alors d'un *good leaver*. Il s'agit ici principalement des cas de résiliation ordinaire par l'employeur ou de démission pour justes motifs par l'employé. On peut aussi penser au départ à la retraite ou à une maladie de l'individu, voire même à son décès²²³⁰. Selon nous, à titre de *good leaver*, on pourrait aussi envisager une conversion d'une partie des actions en bons de jouissance. Ainsi, le fondateur forcé à se retirer

1111

²²²² GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 127s.

²²²³ On pense par exemple au cas où le fondateur n'est pas satisfait de la direction que prend la jeune société, ou le souhait d'un *business angel* de se lancer dans un autre projet.

²²²⁴ FREY, *Investment agreement*, p. 35 ; FREY/FISCHER, p. 534 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1092.

²²²⁵ LEIS/JACCARD, p. 137.

²²²⁶ DESTIN, *VC terms*, § 1 ss.

²²²⁷ Entretien avec M. BEAUMONT.

²²²⁸ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1068.

²²²⁹ FREY/FISCHER, p. 534 ; HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1092 ; LEIS/JACCARD, p. 137.

²²³⁰ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1092 ; LEIS/JACCARD, p. 137.

pour des raisons de santé perd certes une partie de ses droits sociaux mais continue de participer à la prise de valeur de la société.

- 1112 Les clauses de *good leaver/bad leaver* sont régulièrement utilisées pour éviter le départ prématuré du fondateur et/ou des *managers*. C'est à l'aide des droits d'acquisition, en particulier le droit d'emption, qu'il sera possible de récupérer les actions de l'individu quittant la société (cf. N 920).

II. Devoir de fidélité et confidentialité

- 1113 Par définition, l'actionnaire n'a aucun devoir de fidélité envers la société (art. 680 al. 1 CO *a contrario*). Il est alors libre de lui faire concurrence ou de divulguer les informations qu'il a obtenues de par son statut d'actionnaire comme bon lui semble. Il lui est aussi permis de voter, et plus généralement d'exercer ses droits d'actionnaire, dans son propre intérêt plutôt que dans l'intérêt de la société²²³¹. Pour remédier à cela, il faut prévoir et définir le devoir de fidélité dans la convention d'actionnaires, puisqu'il n'est pas possible de le faire au niveau des statuts²²³². Cette clause de fidélité est étroitement liée à l'interdiction de concurrence que nous abordons immédiatement ci-après.
- 1114 La confidentialité est un autre aspect extrêmement délicat qu'il convient de régler, tant au niveau du développement de l'idée porteuse que du financement de la jeune société et de la cohabitation des parties. Encore trop souvent, les fondateurs ne prennent pas conscience de l'extrême importance de la confidentialité et des enjeux existants²²³³. Ils risquent donc de révéler trop facilement certaines informations sensibles ou, *a contrario*, de refuser de dévoiler certaines informations aux investisseurs, se privant ainsi d'un investissement qui eut été possible si ces informations avaient été transmises.
- 1115 Du côté des investisseurs, il convient de les soumettre, dès que possible, à un accord de non-divulgaration et de réitérer ces obligations de confidentialité dans la convention d'actionnaires (cf. N 550)²²³⁴. L'objet de la clause de confidentialité peut être non seulement toute information technique ou commerciale obtenue par les parties dans le cadre de leur investissement et du statut d'actionnaire qui en découle²²³⁵. Il peut aussi s'agir de toute autre information que les parties ne souhaitent pas divulguer : on pense ici notamment au conte-

²²³¹ TF 4C.242/2001 du 5 mars 2003 ; TF 4C.143/2003 du 14 octobre 2003 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 390.

²²³² CR CO II-CHENAUX/GACHET, art. 680 N 12 ss.

²²³³ Entretien avec M^{me} NASH.

²²³⁴ SECA, *Shareholders agreement*, p. 31s.

²²³⁵ MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 241.

nu de la convention d'actionnaires et du contrat d'investissement, aux bénéficiaires économiques, à la durée de l'engagement, aux litiges hypothétiques et plus généralement aux conditions de l'investissement²²³⁶.

C'est principalement la clause pénale de la convention d'actionnaires qui permettra d'assurer le respect des obligations de fidélité et de confidentialité des parties au financement²²³⁷. Comme nous le verrons au sein du chapitre y dédié, la partie violant son devoir de fidélité et/ou de confidentialité pourrait être astreinte au paiement d'une peine conventionnelle, sous forme d'un versement en espèces ou de la remise d'un certain nombre d'actions qu'elle détient.

1116

III. Interdiction de concurrence

Il est possible d'insérer une clause de non-concurrence dans la convention d'actionnaires²²³⁸ ; cela est somme toute extrêmement courant, voire systématique²²³⁹. En général, l'interdiction sera à la charge du fondateur, du *management* ou d'investisseurs stratégiques²²⁴⁰.

1117

À défaut d'une telle clause, l'actionnaire est libre de faire concurrence à la société comme bon lui semble, ce qui pourrait faire perdre énormément de valeur à cette dernière. Il est aussi extrêmement fréquent de voir figurer une interdiction faite au *management* de se faire engager par la concurrence²²⁴¹. Toutefois, une interdiction concernant l'investissement de capitaux dans d'autres sociétés concurrentes sera souvent hors de question pour les sociétés de capital-risque, en raison du fait que ces dernières investissent souvent des montants importants dans plusieurs jeunes pousses « aux domaines d'activité similaires », ce qui leur permet de diversifier leur placement et donc de réduire le risque de pertes²²⁴². Ces clauses peuvent être particulièrement utiles à l'encontre des fondateurs/*managers* détenant des titres de participation, en ce

1118

²²³⁶ SECA, *Investment agreement*, p. 17 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 31.

²²³⁷ C'est d'ailleurs ce que prévoit le modèle SECA : « *each of the other Shareholders being in material breach of any provision [...] shall be required to pay liquidated damages (Konventionalstrafe; clause pénale) to each of the non-defaulting Shareholders* », cf. SECA, *Shareholders Agreement*, p. 29.

²²³⁸ Confirmé par la jurisprudence fédérale, cf. TF 4C.5/2003 du 14 octobre 2003, consid. 2.1.2.

²²³⁹ BIENZ/WALZ, p. 15 ; HERZOG, *Kauf und Verkauf*, p. 79 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, pp. 203 et 259 ss ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 32s. ; WENGER/SCHAFFNER, p. 118.

²²⁴⁰ SECA, *Shareholders agreement*, p. 32, ndbp 59.

²²⁴¹ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 174.

²²⁴² LEIS/JACCARD, p. 138.

sens qu'elles le décourageront de quitter la société trop rapidement²²⁴³. Comme nous venons de le voir, il est en effet extrêmement important pour les investisseurs de s'assurer que les fondateurs et/ou le *management* – quand ces derniers ne se recourent pas – restent avec la jeune société et travaillent dans l'intérêt de cette dernière²²⁴⁴.

- 1119 En règle générale, on décidera que l'interdiction de faire concurrence s'applique durant un certain laps de temps après que l'actionnaire sortant a quitté l'actionnariat²²⁴⁵. Il est recommandé de choisir des durées se recoupant avec les clauses de non-concurrence insérées dans d'éventuels contrats de travail et/ou de mandat²²⁴⁶.
- 1120 Savoir dans quelle mesure l'interdiction de faire concurrence se trouvant dans une convention d'actionnaires est valable, notamment en ce qui concerne l'étendue géographique et temporelle, ainsi que la peine conventionnelle en cas de non-respect, est une question plus délicate. La jurisprudence fédérale a eu l'occasion de se pencher sur un tel cas en 2003²²⁴⁷, qui portait sur l'interdiction faite à un actionnaire-administrateur de faire concurrence à la société pendant cinq ans dans un rayon de 50 km. Notre Haute Cour a pu en tirer les principes suivants : premièrement, l'interdiction est soumise à la limite générale de l'art. 27 al. 2 CC concernant l'engagement excessif. Deuxièmement, le délai maximal de trois ans prévu par le droit du travail (art. 340a al. 1 CO) ne s'applique pas à la convention d'actionnaires ; un délai de cinq ans est donc acceptable. Enfin, il est constaté qu'un horizon temporel de cinq ans ne constitue pas une entrave excessive à la liberté économique²²⁴⁸.
- 1121 Bien entendu, la validité des modalités d'une interdiction de faire concurrence à la charge de l'actionnaire-employé dépendra des circonstances du cas d'espèce²²⁴⁹. Le fondateur employé par la société aura tendance à être considéré avant tout comme un actionnaire, alors que l'employé devenu actionnaire par le biais de plans d'intéressement sera plus facilement protégé par le droit du travail²²⁵⁰.

²²⁴³ MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 188 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Funktionen einzelner Vertragsklauseln*, p. 288.

²²⁴⁴ WENGER/SCHAFFNER, p. 117.

²²⁴⁵ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 260.

²²⁴⁶ WENGER/SPECK, p. 195s.

²²⁴⁷ TF 4C.5/2003 du 11 mars 2003, en particulier le consid. 2.1.2.

²²⁴⁸ Cf. à ce sujet, les analyses très détaillées de CHAPPUIS, *Prohibition*, p. 317 ss, ainsi que WENGER/SCHAFFNER, p. 119 ss.

²²⁴⁹ CHAPPUIS, *Prohibition*, p. 336s.

²²⁵⁰ LEIS/JACCARD, p. 138.

IV. Versements supplémentaires

On peut aussi décider qu'une partie devra réinjecter du capital dans la société, dans le cadre d'augmentations de capital subséquentes ou par le biais d'apports à fonds perdus, lorsque la société est en perte de capital, lorsque certaines conditions sont remplies, ou inversement lorsque certains objectifs ne sont pas atteints²²⁵¹. Bien évidemment, de telles obligations ne pourraient être prévues que dans la convention d'actionnaires et non dans les statuts, en tant que cela irait à l'encontre de l'art. 680 al. 1 CO²²⁵². Dans la même optique et selon la disposition légale précitée, en raison du fait qu'il s'agit d'une obligation envers la société, le créancier de l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires ne peut pas être la société. Ainsi, c'est uniquement envers les autres actionnaires, parties à la convention, que le débiteur peut s'engager à de tels versements.

1122

Il devient ainsi possible de mettre en place un régime contractuel, ressemblant à celui de la Sàrl, qui prévoit la possibilité d'obliger les associés, cette fois-ci statutairement, d'effectuer des versements supplémentaires (art. 795 al. 1 CO). Selon nous, les conditions posées par les dispositions légales relatives à la Sàrl (art. 795a CO) peuvent être utilement et efficacement reprises au sein de la convention d'actionnaires, lorsqu'il s'agit de déterminer à quelles conditions des versements supplémentaires pourront être exigés. Ainsi, déclencherait l'obligation d'effectuer des versements supplémentaires, 1) les situations de pertes de capital au sens de l'art. 725 al. 1 CO ; 2) un manque de liquidités avéré ayant pour conséquence une incapacité de la société de gérer ses affaires de manière diligente (par exemple de graves difficultés de paiement²²⁵³). Enfin, rien ne s'oppose à exiger contractuellement les versements supplémentaires en cas de faillite, mais rien ne le justifie non plus : en cas de faillite, la société est dissoute et d'éventuels versements supplémentaires serviront principalement à désintéresser les créanciers, ce qui ne sert en rien les intérêts des actionnaires ; en outre, en raison de la dimension purement contractuelle de tels accords et du principe de relativité des conventions, seuls les parties co-contractantes seront en mesure d'exiger de tels versements, empêchant l'administration de la masse de les exiger²²⁵⁴.

1123

A notre avis, pour qu'ils soient acceptés par toutes les parties au financement, de tels engagements doivent être mis à la charge de chaque partie. En effet, on

1124

²²⁵¹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 139.

²²⁵² KÄSER, *AG und GmbH*, p. 97.

²²⁵³ CR CO II-CHAPPUIS/JACCARD, art. 795a N 5.

²²⁵⁴ CR CO II-CHAPPUIS/JACCARD, art. 795a N 10 *a contrario*.

voit mal pourquoi une partie accepterait de s'engager de la sorte, sans que son partenaire contractuel ne consente à un effort semblable. Il convient enfin que le montant des versements supplémentaires soient adéquatement déterminés ou déterminables : nous conseillons de déterminer le montant d'un éventuel versement proportionnellement 1) à la valeur nominale des actions détenues respectivement et 2) au montant dont la société a besoin. Le conseil d'administration devra justifier de ce montant, en présentant les pièces justificatives nécessaires (bilan, situations financières, relevés bancaires). Pour prendre en compte les capacités financières réduites de certaines parties (par exemple certains fondateurs ou petits investisseurs privés) et éviter tout risque d'engagement excessif (art. 27 CC), il est conseillé de prévoir un plafond maximal aux versements supplémentaires potentiellement consentis par les actionnaires (par exemple, au maximum deux fois la valeur nominale détenue lorsqu'un versement supplémentaire est exigé).

Chapitre 8 : Litiges

I. Généralités

1125 Il convient tout d'abord de préciser qu'il n'existe que très peu de jurisprudence traitant de litiges relatifs à une convention d'actionnaires en vue du financement d'une société. En cause, la rareté de ces litiges²²⁵⁵ et la volonté des parties de garder le secret autour de la convention d'actionnaires, avec pour effet l'instauration de clauses de confidentialité et, surtout, d'arbitrage pour les cas de litiges²²⁵⁶. Il est admis que les solutions amiables, abordées dans les sections qui suivent, doivent être préférées à l'ouverture de procédures et autres actions civiles²²⁵⁷.

²²⁵⁵ Entretien avec M. HARFOUCHE.

²²⁵⁶ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 7 ; DUPASQUIER ET AL., p. 94s. ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 201.

²²⁵⁷ Entretien avec M. HARFOUCHE.

Il arrive malheureusement qu'une des parties ne respecte pas les contrats de financement, en particulier la convention d'actionnaires²²⁵⁸, qui est le noyau du financement : certaines règles de gouvernance ou de représentation ne sont plus suivies, certaines actions sont cédées ou transférées en violation des droits d'acquisition existants, les accords de votes sont ignorés, etc. Par exemple, lorsqu'un actionnaire aliène ses titres de participation en violation d'un droit de préemption prévu dans la convention d'actionnaires (« transfert sauvage »), l'acte de vente reste en principe valable sur le fond. L'actionnaire titulaire du droit de préemption est donc fortement préterité, puisqu'il ne peut pas récupérer les actions. Alors que dans un tel cas, une restriction à la transmissibilité peut être prévue au niveau statutaire (cf. N 884 ss), il n'est pas toujours possible de bénéficier de la protection statutaire, notamment dans le cas des accords de vote, qui ne peuvent en principe pas être inscrits dans les statuts. En effet, comme la convention lie les actionnaires et non la société, l'actionnaire peut aller à l'encontre de la convention et voter différemment de ce à quoi il s'était engagé²²⁵⁹. Ainsi, lorsqu'un actionnaire vote à l'assemblée générale, en violation de la convention d'actionnaires (« vote hérétique »), son vote est valide au regard du droit des sociétés et la décision subséquente de l'assemblée générale ne peut pas être attaquée pour ce motif. L'actionnaire risque cependant de devoir indemniser les cocontractants²²⁶⁰. Cela découle du fait que la convention d'actionnaires, en tant qu'elle n'est rien d'autre qu'un contrat entre les actionnaires, est difficilement exécutable. Elle ne peut évidemment pas être opposée à la société ou au conseil d'administration²²⁶¹, en vertu du principe de la relativité des conventions²²⁶². Toutefois, ce n'est pas parce que la convention d'actionnaires repose sur un fondement purement contractuel que les droits et obligations qu'elle octroie et impose ne peuvent pas être protégés. En effet, il existe plusieurs manières de s'assurer que la convention soit respectée par les parties, comme nous l'expliquerons dans la suite de ce travail.

1126

Enfin, ajoutons que le non-respect des contrats de financement par les parties découle souvent de conflits opposant le fondateur et l'investisseur, voire les

1127

²²⁵⁸ Entretien avec M. WILHELM.

²²⁵⁹ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 691 ; TRIPPEL/JAISLI KULL, p. 215.

²²⁶⁰ TF 4A_65/2011 du 1^{er} avril 2011 ; BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 17s. et 85s., ainsi que les références citées ; BSK OR II-BAUDENBACHER, Art. 620 N 37 ; DOHM, *Accords*, p. 17 ; GERICKE, *Vorzugsrechte*, p. 123 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 691 ; TRIPPEL/JAISLI KULL, p. 215.

²²⁶¹ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 112 ; MÜLLER, *Aktionärbindungsvertrag*, p. 7.

²²⁶² HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 93 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 207.

co-fondateurs entre eux. Pour éviter les litiges, il convient alors, en amont, d'identifier les causes de conflits potentiels.

1128 Dans les paragraphes suivants, nous nous proposons donc d'examiner les conflits qui peuvent apparaître entre les parties, et les solutions permettant de les éviter ou de les minimiser. Puis, nous nous pencherons sur les diverses mesures destinant à assurer, au mieux, l'exécution de ladite convention, que cela soit à titre préventif, avant que la violation ait lieu, ou à titre curatif, voire punitif, après qu'elle a eu lieu. Toutes les mesures qui suivent, qu'elles soient préventives, curatives ou punitives, peuvent être superposées, pour assurer au mieux le respect des termes de la convention d'actionnaires²²⁶³.

II. Conflits

1129 Comme le relève HARI, les conflits entre le fondateur et l'investisseur entraînent, en plus d'une dégradation des relations entre lesdits actionnaires, certaines conséquences néfastes sur la gestion de la société par le *management* ; ces conflits peuvent s'exprimer de manière interne (avant et pendant l'assemblée générale, dans les rapports entre actionnaires), mais aussi de manière externe (après l'assemblée générale, lorsque des procédures judiciaires ou arbitrales sont ouvertes)²²⁶⁴.

A. Causes

1130 Les victoires (mais aussi les déconfitures) de la jeune société devraient améliorer la cohésion des différentes parties au financement et renforcer leur union. Comme nous l'avons d'ailleurs souligné précédemment, les litiges sont relativement rares dans le domaine du financement. Les parties le savent, les procédures judiciaires ou arbitrales se font au détriment de tout le monde ; il faut donc absolument les éviter²²⁶⁵. Les litiges se résolvent donc fréquemment de manière transactionnelle, à l'amiable ou par des concessions.

1131 Ce n'est pas parce que les litiges sont rares que les conflits le sont aussi. En effet, certaines difficultés peuvent tout de même subsister, et empêcher un financement harmonieux, ralentissant ou empêchant la société de réaliser son

²²⁶³ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 360.

²²⁶⁴ Pour tout le paragraphe, HARI, *Rôle du conseil d'administration*, p. 31s.

²²⁶⁵ Entretien avec M. WILHELM ; Entretien avec M. WETZEL ; Entretien avec M^{me} Nash ; Entretien avec M. HARFOUCHE.

plein potentiel²²⁶⁶, pire encore la faisant disparaître. Ces conflits créeront des tensions désagréables, qui compliqueront, voire, dans les cas les plus graves, empêcheront, le financement et/ou l'essor de la jeune société²²⁶⁷. Rappelons-le, un financement raté signifie souvent la mort de la société, même lorsque cette dernière semble fort prometteuse²²⁶⁸.

Les causes de l'apparition d'un conflit entre les parties sont multiples. Malgré le fait que tant le bailleur de fonds que le fondateur souhaitent voir la valeur de l'entreprise monter, les parties respectives auront régulièrement des attentes différentes selon le type de financement et leurs objectifs²²⁶⁹. Ainsi, le fondateur, souhaitant la réussite de son projet, et l'investisseur financier, souhaitant uniquement obtenir un retour sur investissement intéressant, n'auront pas forcément la même vision²²⁷⁰. Par ailleurs et comme le formule judicieusement STREET, en raison des ressources variées (argent, savoir-faire, technologie) mises en commun à des moments distincts, et des attentes et perceptions différentes de chaque investisseur, le financement d'une société est un « cocktail asymétrique potentiellement explosif »²²⁷¹.

1132

1. Partage ou perte du contrôle

On peut imaginer que le fondateur reste réticent à laisser un nouvel investisseur entrer au capital de sa société avec tous les droits que cela implique²²⁷² ou baisse les bras subséquemment, réalisant qu'il va perdre le contrôle de la société²²⁷³ suite à la mise en œuvre de clauses anti-dilution par exemple. On pense notamment au cas où le fondateur aurait surestimé la valeur de sa société et son potentiel de croissance alors que le bailleur de fonds, en tant qu'investisseur averti, est resté plus prudent sur ces aspects. La frustration et

1133

²²⁶⁶ BERWERT ET AL., p. 10.

²²⁶⁷ SIEBER, *Venture-Capital Markt*, p. 4.

²²⁶⁸ On pense au cas *Stereotools SA*, jeune société qui avait mis au point un nouveau système pour la chirurgie cérébrale. Créée en 2009, elle figurait notamment dans les 100 entreprises européennes les plus innovantes en 2012 du magazine *Red Herring*. Elle est malheureusement tombée en faillite en 2014, après que l'investisseur allemand s'est retiré au dernier moment, cf. Arcinfo.ch, *Start-up de l'EPFL installée à Neuchâtel, StereoTools a dû poser les plaques*, 7 janvier 2014 <<http://www.arcinfo.ch/articles/regions/canton/start-up-de-l-epfl-installee-a-neuchatel-stereotools-a-du-poser-les-plaques-306623>> (consulté le 27 juin 2019).

²²⁶⁹ STREET, *Start-Up*, § 4 ; Entretien avec M. WETZEL.

²²⁷⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 27 ; Entretien avec M. DUTHEIL.

²²⁷¹ STREET, *Start-up*, § 4.

²²⁷² HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 939.

²²⁷³ Entretien avec M. WILHELM.

l'amertume du fondateur s'expliquent par le fait qu'il s'est investi personnellement et émotionnellement dans la société et l'idée porteuse. Il aura en conséquence de la peine à admettre qu'un investisseur fasse valoir certains droits sociaux ou patrimoniaux à son détriment. Pour se prémunir de ce genre de réactions, il faut que les investisseurs ménagent le fondateur et évitent les comportements inutilement antagonistes. En outre, il est essentiel que le fondateur ait parfaitement compris les engagements qu'il prend et les potentielles conséquences que cela pourrait avoir sur la jeune société et sa participation respective (cf. N 1152). Enfin, il convient, dans la mesure du possible, d'éviter une dilution du fondateur trop extrême : cela passe tout d'abord par des prétentions moins vindicatives et/ou péremptoires lors de la valorisation de la société et du nombre d'actions subséquentement obtenues. L'investisseur aura ainsi avantage à ménager le fondateur et sa participation au capital lors de l'investissement, quitte à augmenter sa participation par le biais des garanties ou de clauses anti-dilution, le cas échéant. En outre, la mise en place de plans d'intéressement en faveur notamment du fondateur permettront de remédier, dans la mesure du possible, à la frustration d'un fondateur ayant mal vécu sa dilution.

- 1134 Plus généralement, il arrive que des conflits naissent lorsque d'éventuelles entrées ou sorties du cercle actionnarial sont proposées, ou lorsque la structure dudit cercle est remise en question²²⁷⁴. En effets, les rapports de force peuvent se trouver fondamentalement modifiés lorsqu'un nouvel actionnaire entre au capital, respectivement qu'un actionnaire le quitte. La cohabitation entre les parties est alors remise en question, avec le risque qu'il n'existe pas d'affinités particulières avec les nouveaux intervenants.

2. Départ du fondateur

- 1135 Lorsqu'il existe plusieurs fondateurs, il arrive que certaines divergences ternissent leur relation. Les conflits entre co-fondateurs peuvent se révéler particulièrement nocifs pour la société, et partant pour l'investissement accordé par les bailleurs de fonds²²⁷⁵. De tels conflits ne sont pas rares et constituent une cause fréquente de l'échec des jeunes sociétés²²⁷⁶. Il peut s'agir de discordes quant à l'orientation stratégique, de mécontentements quant à la répartition des

²²⁷⁴ HARI, *Rôle du conseil d'administration*, p. 32.

²²⁷⁵ Entretien avec M. BEAUMONT.

²²⁷⁶ BERREBI, *Startups*, § 1 ss. Voir aussi l'article de THUILLIER Tiphaine, *Quand les fondateurs de startup se déchirent*, 16 décembre 2014 <https://lentreprise.lexpress.fr/creation-entreprise/etapes-creation/quand-les-fondateurs-de-startup-se-dechirent_1632103.html> (consulté le 27 juin 2019).

tâches ou autres frustrations diverses. A l'aide d'un *founders' agreement*, on pourra tenter de se prémunir au mieux contre de tels conflits et s'assurer que les fondateurs cohabiteront sur le long terme²²⁷⁷. Comme nous le développerons ci-dessous, la situation la plus problématique est celle où l'un des fondateurs abandonne et quitte la société.

Pour l'investisseur, il est vital que le fondateur garde un point d'attache avec la société. En effet, à ce stade-là, « les personnes et leurs idées sont les 'actifs' les plus importants de la société »²²⁷⁸. Il est important pour l'investisseur de savoir que le fondateur est engagé dans la société²²⁷⁹, et de s'assurer qu'en cas de départ de ce dernier, la société n'est pas vouée à sombrer²²⁸⁰. Les investisseurs ne devront pas être trop gourmands, et s'assurer que le fondateur garde un certain nombre d'actions. Cela évite de créer une frustration malvenue chez ce dernier, qui ferait surface si on lui soustrayait la majeure partie de la société dès les premiers tours de financement. En outre, le fondateur devrait conserver une incitation financière et bénéficier, aux côtés des investisseurs, d'une hausse de la valeur de l'action²²⁸¹. Pour ces raisons, il est possible de mettre en place des plans d'intéressement et d'insérer une clause visant à interdire aux fondateurs de transférer leurs actions²²⁸². Il est fortement recommandé de limiter cette clause temporellement et de prévoir des règles particulières pour les situations de rigueur²²⁸³.

1136

Si le départ du fondateur est inéluctable, plusieurs scénarios de départ peuvent être envisagés, mais l'objectif ultime reste le même, à savoir préserver la société²²⁸⁴. Tout d'abord, le fondateur peut abandonner la société tout en gardant ses actions et garder la possibilité d'en tirer un bénéfice lors d'une vente ultérieure de ses parts. En pratique, on mettra généralement en place des clauses de *vesting* pour éviter cela (cf. N 1106). Il sera ainsi convenu qu'en cas de départ prématuré, le fondateur a l'obligation de transférer tout ou partie de ses parts aux autres actionnaires ou à la société²²⁸⁵. La grande difficulté résidera

1137

²²⁷⁷ Un exemple de *founders' agreement* (de droit anglo-saxon toutefois) est disponible à l'adresse suivante <<https://www.docracy.com/6348/founders-agreement-template>> (consulté le 27 juin 2019).

²²⁷⁸ WYSS, 2. Teil, p. 514.

²²⁷⁹ « Für den Investor ist der Einsatz [der Gründer] von entscheidender Bedeutung », WYSS, 2. Teil, p. 514. Voir aussi WENGER/SCHAFFNER, p. 116s. ; Entretien avec M. BEAUMONT.

²²⁸⁰ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

²²⁸¹ WYSS, 2. Teil, p. 514.

²²⁸² KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 178.

²²⁸³ WYSS, 2. Teil, p. 514.

²²⁸⁴ Entretien avec M. BRUN et M. TELMONT.

²²⁸⁵ WYSS, 2. Teil, p. 515.

toujours dans la fixation de la valeur de l'action, souvent difficile à définir avec certitude. Il peut être convenu que le prix payé pour les parts du fondateur quittant la société est fonction des causes du départ²²⁸⁶ (*good leaver/bad leaver*, cf. N 1110).

3. Conflits avec les trois F

- 1138 Les conflits entre le fondateur et les trois F peuvent être nuisibles et extrêmement pesants, particulièrement en cas d'échec²²⁸⁷. L'argent de l'investissement est définitivement perdu et des relations, auparavant amicales, professionnelles, voire sentimentales, peuvent en pâtir. Par ailleurs, ces conflits risquent d'apparaître plus facilement : en raison des relations personnelles qui lient les parties tout d'abord, mais aussi parce que les parties omettent souvent de régler correctement leurs rapports contractuels de manière satisfaisante²²⁸⁸. Ainsi, l'expérience démontre que les répercussions fiscales et les obligations contractuelles sont souvent mal appréhendées. Contrairement aux rapports contractuels qui peuvent être modifiés et corrigés si besoin, les conséquences fiscales sont inéluctables et peuvent aboutir à de fortes frustrations²²⁸⁹. Il convient donc, même pour ces investissements souvent moindres, de régler les rapports entre les parties de manière détaillée et complète.
- 1139 Quand l'investissement des trois F s'est fait par le biais de donations ou de prêts, il est relativement aisé de résoudre les conflits. Toutefois, lorsque ces personnes sont entrées au capital de la société, il faut rapidement régler leur *exit*, lors de l'arrivée de nouveaux investisseurs de poids. En effet, ce dernier type d'investisseurs souhaite que la structure du capital soit aussi simple que possible. Le potentiel de nuisance que représentent des petits actionnaires minoritaires (typiquement les trois F) risquerait de dissuader l'investisseur. L'investissement par les trois F présente donc un risque accru de conflits et pourrait potentiellement gêner certains investisseurs institutionnels, ce qui est particulièrement problématique dans la phase de développement initial de la société. Pour résoudre ce genre de problèmes, il est conseillé que le fondateur

²²⁸⁶ *Ibid.*

²²⁸⁷ Entretien avec M. DUTHEIL, qui conseille de réfléchir à deux fois avant d'impliquer sa famille ou ses amis dans le financement d'une société. L'aide de ces alliés est autrement plus précieuse après un éventuel échec, lorsqu'il faut « rebondir ».

²²⁸⁸ WENGER/SPECK, p. 181 ; Entretien avec M. WILHELM.

²²⁸⁹ WENGER/SPECK, p. 181, ndbp 15.

se réserve un droit d’emption envers les trois F, lui permettant de leur racheter leur participation si besoin est (*cf.* N 920)²²⁹⁰.

Comme mentionné ci-dessus, les relations entre le fondateur et les trois F découlent souvent de rapports personnels particuliers : en raison du risque élevé que présente le financement d’une jeune société, nous sommes d’avis que l’implication de tels investisseurs devrait être évitée, lorsque cela est envisageable : la dimension émotionnelle et personnelle d’un tel investissement risque d’avoir des répercussions importantes sur le mental du fondateur, ce qui pourrait s’avérer catastrophique pour la société. Si le fondateur choisit malgré tout de recourir aux trois F, alors il pourra s’engager personnellement pour le montant de l’investissement consenti, pour autant qu’il s’agisse d’un montant suffisamment faible (à notre avis, entre CHF 10'000 et CHF 100'000). A défaut, il doit impérativement avertir et souligner à de maintes reprises les risques de l’investissement : en effet, les trois F ne sont généralement pas expérimentés au financement et ne sont pas au courant du risque élevé de perte totale de l’investissement. Parallèlement, le fondateur peut avoir tendance, selon les cas et particulièrement au tout début de son projet entrepreneurial, à faire preuve d’un enthousiasme démesuré et souvent contagieux, du point de vue des personnes qui lui sont proches.

1140

4. Attentes divergentes

Les attentes des parties sont rarement identiques, en raison du fait que leurs intérêts divergent. Cela concernera en particulier le goût du risque, la durée de l’engagement ou la manière dont le bénéfice sera utilisé.

1141

On peut tout d’abord penser à la prise de risque : on peut rencontrer un fondateur souhaitant avant tout la survie de sa société et refusant donc de prendre des risques trop élevés, pouvant compromettre l’avenir de l’entreprise. Une société de capital-risque visant un retour sur investissement plus élevé sera bien souvent prête à prendre des risques plus importants, d’autant plus que la diversification de son porte-folio rend la faillite d’une société moins grave²²⁹¹. Paradoxalement, on pourrait aussi imaginer l’inverse : un fondateur se faisant des illusions sur le potentiel de sa société et prêt à prendre des risques considérables et disproportionnés, aux côtés d’un investisseur plus prudent, refusant de tenter le diable et préférant, dans la mesure du possible, récupérer sa mise de départ ainsi qu’un retour sur investissement confortable mais pas nécessairement mirobolant.

1142

²²⁹⁰ Entretien avec M. WILHELM.

²²⁹¹ SÖDING, *Private Equity*, p. 36.

- 1143 D'autre part, les horizons temporels ses engagements diffèrent largement. Par exemple, alors que le fondateur souhaite la plupart du temps rester engagé sur une certaine durée, le capital-risqueur souhaite, lui, maximiser son investissement sur une durée relativement courte²²⁹². Les horizons temporels varient cependant fortement selon le type de bailleurs, la hauteur de leurs investissements et leurs besoins financiers. Par exemple, le fondateur travaillant pour la jeune société et parvenant à s'octroyer un salaire, même maigre, sera peut-être réticent à vendre la société ou fusionner, alors qu'un investisseur ne voyant aucun retour et ayant un besoin urgent de liquidités y sera bien plus favorable.
- 1144 Des divergences d'intérêts pécuniaires peuvent aussi entraîner la rupture du processus de financement, notamment en ce qui concerne l'utilisation d'un bénéfice, lorsque la société parvient à en générer un. On pourrait se trouver face à un fondateur souhaitant se récompenser par le versement de dividendes aussitôt qu'un bénéfice est dégagé, alors que l'investisseur souhaite réinvestir la totalité du bénéfice dans la société pour accélérer ou maintenir l'expansion²²⁹³. Les raisons à de tels conflits à propos de l'utilisation du bénéfice sont diverses : souvent, le fondateur a sacrifié la totalité de ses économies et souhaite de ce fait récupérer un certain montant aussi tôt que possible, soit parce qu'il en a urgemment besoin soit parce qu'il souhaite se récompenser et profiter, dans une mesure plus personnelle, des premières réussites commerciales de la jeune société. L'investisseur quant à lui n'a pas forcément besoin ou envie d'obtenir un certain pécule rapidement. On peut aussi penser à des divergences d'intérêts quant à l'utilisation du bénéfice pour des raisons fiscales²²⁹⁴.
- 1145 On rencontre parfois des conflits lors du désengagement, qui a des conséquences sur les droits et obligations des intervenants, tant au niveau patrimonial qu'au niveau du sociétariat. La convention d'actionnaires prévoit en général les scénarios d'*exit* de manière détaillée²²⁹⁵, ainsi que les droits et obligations des parties respectives, par le biais de clauses de sorties. Nous renvoyons le lecteur à ce qui a été dit précédemment à ce sujet (*cf.* N 1032 ss).

²²⁹² HARI, *Rôle du conseil d'administration*, p. 31 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 37.

²²⁹³ DRUEY ET AL., p. 151.

²²⁹⁴ *Cf.* à ce sujet SÖDING, *Private Equity*, p. 38.

²²⁹⁵ TRIPPEL/JAISLI KULL, pp. 204-210 ; HARI, *Rôle du conseil d'administration*, p. 32.

5. Expérience et compétences

Des différences relatives à l'expérience et aux compétences des parties peuvent aussi créer des conflits et dissensions²²⁹⁶. Le fondateur n'a pas forcément la même expérience et les mêmes compétences que l'investisseur, potentiellement rompu au développement favorable d'une jeune société. Il s'agit à nouveau d'un équilibre fragile, facilement brisé par des revendications trop péremptives de l'une ou l'autre partie. Par ailleurs, le facteur humain peut jouer un rôle que les contrats auront de la peine à appréhender : ainsi, un manque d'alchimie et d'harmonie entre les parties peut se révéler fatal et faire échouer un financement pourtant bien parti²²⁹⁷. En outre, le fondateur s'est investi non seulement de manière financière, mais aussi personnelle et émotionnelle, dans la jeune société, ce qui n'est, en principe, pas le cas de l'investisseur. Cela peut mener à de fortes tensions lorsqu'il s'agit par exemple de vendre tout ou partie de la société à des concurrents, ou que l'acheteur souhaite se séparer des fondateurs ou déplacer le siège de la société à l'étranger.

1146

6. Mauvaise situation financière

Une mauvaise situation financière peut être la cause d'un différend entre actionnaires : la société se trouve, ou se trouvera bientôt, en situation de perte de capital (art. 725 al. 1 CO), pis encore en situation de surendettement (art. 725 al. 2 CO), sans qu'il n'existe de perspectives d'assainissement dans un futur proche. Il est possible de prévoir dans la convention d'actionnaires que les parties respectives devront adopter un certain comportement (par exemple des contributions à fonds perdus) au cas où tel cas de figure se présente (*cf.* N 1122).

1147

Il paraît ici opportun de souligner que les conflits font souvent surface lorsque la société rencontre des difficultés financières, soit parce qu'il n'y pas assez de liquidités, soit parce qu'il n'y en a plus du tout. Une telle crise financière ne fait les affaires de personne, et l'insatisfaction des parties se ressentira rapidement, d'autant plus lorsqu'il existe des tensions latentes, auparavant masquées par l'euphorie des premiers succès de la société.

1148

²²⁹⁶ SÖDING, *Private Equity*, p. 37 ; RUFFNER, *Aktive Grossaktionäre*, p. 256.

²²⁹⁷ HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 939.

B. Conséquences

- 1149 Très souvent, les conflits entre les actionnaires et/ou certains groupements d'actionnaires se révèlent extrêmement néfastes pour la société. Il devient difficile de prendre des décisions, même de moindre importance, en raison des tensions et des divergences. On tombe parfois dans l'impasse, lorsque plus personne ne joue le jeu. La situation se dégrade alors, non seulement au niveau interne, mais aussi au niveau externe. Les rapports avec les partenaires commerciaux, qu'il s'agisse de fournisseurs ou de clients, risquent de se dégrader irrémédiablement, par exemple lorsque certains contrats ne sont pas honorés ou renouvelés, en raison du blocage interne de la société²²⁹⁸. Comme le relève justement LEIS/JACCARD, cela peut s'avérer fatal pour une jeune société, qui n'a souvent pas de revenus et se doit d'assurer une bonne phase de croissance initiale²²⁹⁹.

C. Solutions

1. Rôle du *management*

- 1150 Face à ce genre de situations, le conseil d'administration (et/ou la direction) a un rôle essentiel à jouer, pour tenter de dénouer les conflits entre actionnaires. Les compétences et l'expérience du *management* pourront faire la différence ; il faudra alors pondérer les intérêts et attentes des parties, et choisir la voie paraissant la plus propice au succès commercial de la jeune société. Malheureusement, on assiste parfois à une instrumentalisation du conseil d'administration, ce dernier servant les intérêts, « parfois malgré lui »²³⁰⁰, de certains actionnaires influents. La situation est semblable lorsque les administrateurs sont aussi actionnaires et parties à la convention (typiquement lorsque les fondateurs et/ou les investisseurs siègent directement au conseil d'administration).

2. Précision des contrats

- 1151 Il serait optimal d'avoir réfléchi aux solutions permettant de résoudre chaque type de conflits, dans la convention d'actionnaires, même si cela est difficile-

²²⁹⁸ LEIS/JACCARD, p. 132 ; TRIPPEL/JAISLI KULL, p. 206.

²²⁹⁹ LEIS/JACCARD, p. 132.

²³⁰⁰ HARI, *Rôle du conseil d'administration*, p. 31.

ment réalisable. En effet, le contenu matériel des décisions qui devront être prises durant l'investissement, en ce qui concerne la stratégie commerciale notamment, ne peut pas être prévu intégralement et précisément lors de la signature des contrats de financement. Les parties devront donc s'accorder sur les thèmes potentiellement conflictuels et prévoir des solutions en cas de tensions ou de blocages²³⁰¹. Certains mécanismes généraux permettant en effet d'éviter les conflits lors de la prise de décisions majeures et d'atteindre les objectifs fixés le plus efficacement et rapidement possible²³⁰². Ces solutions peuvent typiquement être des modifications de certaines majorités requises, le recours à un tiers qui tranchera les questions litigieuses, ou des mécanismes permettant de sortir des situations de blocage. Ces instruments seront prévus dans les contrats qui lieront les parties dans le cadre du financement de la société, principalement la convention d'actionnaires. Le but est ici d'éviter que les conflits « débordent sur le plan judiciaire en fournissant un cadre contractuel adéquat pour les prévenir et les gérer »²³⁰³.

3. Meilleure information des parties

En outre, en amont de la conclusion des contrats de financement, il est extrêmement important que le fondateur soit « sensibilisé »²³⁰⁴ aux attentes des investisseurs, particulièrement lorsque ces derniers sont des investisseurs financiers. En d'autres termes, le fondateur doit comprendre très précisément à quoi il s'engage et à quoi il renonce potentiellement²³⁰⁵. Dans le domaine du financement d'entreprises, les contrats peuvent être relativement techniques, et la perspective d'un investissement conséquent peut aveugler le fondateur, qui risque d'accepter certaines clauses s'avérant par la suite extrêmement préjudiciables à ses intérêts. On pense notamment aux droits préférentiels sur le produit de vente, aux droits d'acquisition et autres protection anti-dilutives que le fondateur pourrait accorder aux investisseurs, sans se rendre compte qu'une mauvaise surprise l'attend peut-être au tournant.

1152

²³⁰¹ SÖDING, *Private Equity*, p. 38.

²³⁰² Pour tout le paragraphe, VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 312.

²³⁰³ LEIS/JACCARD, p. 129.

²³⁰⁴ Entretien avec M. WETZEL.

²³⁰⁵ Voir à ce sujet STREET, *Start-up*, § 12, qui recommande d'établir un graphique permettant de visualiser les différents scénarios de sortie et les conséquences pour chaque partie.

4. Situations de blocage

- 1153 On peut aussi se trouver face à une situation de blocage au niveau de l'assemblée générale ou du conseil d'administration. Les blocages peuvent être temporaires ; ils seront usuellement résolus par des discussions, négociations et plus généralement, une meilleure communication. Les blocages peuvent aussi être durables, et en conséquence, passablement problématiques. Par exemple, lorsque des investisseurs minoritaires s'opposent systématiquement à certaines décisions nécessitant la majorité qualifiée²³⁰⁶. Cela peut être le cas lorsque que les parties campent sur leurs positions respectives, sans chercher à trouver une solution, en raison de conflits et de divergences irréconciliables, ayant polarisé l'actionnariat de manière trop extrême.
- 1154 En ce qui concerne les blocages au niveau de l'actionnariat uniquement, alors il ne s'agira d'une carence que lorsque la situation de *pat* a pour conséquence l'impossibilité d'élire un organe (par exemple le conseil d'administration)²³⁰⁷. Si le blocage au niveau du conseil d'administration est persistant et rend impossible la gestion de la société, il s'agit d'une situation de *pat*, qui constitue, comme l'indique la jurisprudence fédérale, un cas de carence dans l'organisation de la société, au sens de l'art. 731b CO²³⁰⁸. Si un tel blocage est persistant, l'octroi d'un délai paraît superflu (en plus d'être déconseillé, en raison du facteur-temps qui compromet, chaque jour un peu plus, la survie de la jeune société et les intérêts des créanciers), si bien que nous sommes d'avis que le juge doit immédiatement prendre d'autres mesures ; en effet, la liste de l'art. 731b CO n'est pas exhaustive²³⁰⁹. En cas de blocage persistant et généralisé, au sein de l'actionnariat d'une jeune société, il est admis que le juge puisse ordonner la désignation d'un tiers neutre pour présider l'assemblée générale²³¹⁰, ordonner la scission forcée²³¹¹, voire même licencier les adminis-

²³⁰⁶ Exemple tiré de HARI, *Rôle du conseil d'administration*, p. 31.

²³⁰⁷ CHENAUX/HÄNNI, p. 102 : « [l]a situation de blocage au sein du sociétariat ne peut fonder une carence au sens de l'art. 731b CO que si elle se traduit par l'absence d'un organe prescrit par la loi ».

²³⁰⁸ ATF 138 III 294, JdT 2013 II 365, consid. 3.1.5 qui reconnaît la situation de *pat* au sein de l'actionnariat, ainsi que TF 4A_522/2011 du 13 janvier 2012, consid. 2.1, qui admet qu'il existe une carence au sens de 731b CO, lorsqu'une situation de *pat* existe au sein du conseil d'administration.

²³⁰⁹ Art. 731b al. 1 CO 1^{er} paragraphe *in fine* : « Le juge peut notamment : [...] » (c'est nous qui soulignons).

²³¹⁰ TF 4A_507/2014 du 15 avril 2015, consid. 5.7.

²³¹¹ CHENAUX/HÄNNI, p. 114s.

trateurs²³¹². Le juge ne devra prononcer la dissolution de la société et ordonner sa liquidation (art. 731b ch. 3 CO) qu'avec retenue : la dissolution doit en effet rester l'*ultima ratio*²³¹³, et n'est justifiée que lorsque « aucune autre mesure n'est raisonnablement apte à remédier à la carence constatée »²³¹⁴.

Pour éviter l'externalisation du conflit et l'implication d'un juge, les parties seront bien avisées de prévoir des solutions aux blocages, ce de manière contractuelle, au sein de la convention d'actionnaires. Ainsi, pour remédier à des situations de blocage au sein de l'actionnariat, certaines clauses (« *deadlock provisions* ») peuvent aussi être prévues par les parties. Il semble d'ailleurs être admis que, pour les cas où elles n'ont pas été prévues et qu'il existe une situation de *pat* persistante au sein du sociétariat, le juge puisse ordonner la reprise des actions d'un actionnaire par un autre, en tant qu'il s'agirait d'une mesure permise par l'art. 731b CO²³¹⁵.

1155

Ces clauses, largement utilisées dans les systèmes anglo-saxons, sont de plus en plus courantes en Europe dans le domaine du capital-risque ou des *joint-ventures*²³¹⁶. Elles permettent à l'une des parties d'obtenir les actions de l'autre partie, respectivement de vendre ses propres parts à l'autre partie, lorsqu'une situation de blocage malvenu apparaît. Il faut donc en premier lieu veiller à définir ce qui constitue une situation de blocage ou l'événement en question, et comment invoquer la mise en œuvre des mécanismes de déblocages (forme de la notification, délais, etc.). Il convient ensuite de choisir la manière permettant de déterminer le prix et de savoir qui deviendra acheteur, respectivement vendeur²³¹⁷. Il existe plusieurs méthodes que nous présentons dans les lignes qui suivent.

1156

²³¹² CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 731b N 30 et la référence à TF 4A_161/2013 du 28 juin 2013, consid. 2.2.2.

²³¹³ ATF 138 III 294, JdT 2013 II 365, consid. 3.1.4.

²³¹⁴ CR CO II- PETER/CAVADINI, art. 731b N 21.

²³¹⁵ ATF 138 III 294, JdT 2013 II 365, consid. 3.3.3 : « En cas de blocage d'une société détenue par deux associés, il est par exemple possible d'envisager la reprise des actions de l'un par l'autre, dans le cadre d'un processus d'enchères ordonné judiciairement [...]. Par une telle mesure, ou par des moyens analogues, il peut être tenu compte dans le dispositif même de la décision judiciaire du maintien de la valeur de continuation de l'entreprise (« going concern value »). Comme le relèvent PETER/CAVADINI, le TF admet ici une telle mesure mais ne l'applique pas concrètement, cf. CR CO II- PETER/CAVADINI, art. 731b N 30.

²³¹⁶ FLEISCHER/SCHNEIDER, p. 1s.

²³¹⁷ À ce sujet : FLEISCHER/SCHNEIDER, pp. 3-5.

a. *Roulette russe*

- 1157 Dans le cas de la roulette russe, l'actionnaire-vendeur souhaitant se séparer de ses actions peut les proposer aux autres actionnaires à certaines conditions et à un certain prix. Si ces derniers refusent l'offre, ils octroient automatiquement un droit d'emption à l'actionnaire-vendeur, aux mêmes conditions que l'offre initiale qui leur a été faite précédemment²³¹⁸. De manière plus terre-à-terre, l'actionnaire-vendeur forme une espèce d'*ultimatum* : si les autres actionnaires refusent de lui acheter ses titres de participation, alors il est en droit d'acquérir les leurs aux conditions qu'il leur avait proposées. C'est pour cela que l'on rencontre aussi le terme « *buy-or-put option* »²³¹⁹ : à la réception de l'offre du premier actionnaire, l'autre partie peut accepter (*buy*) ou refuser et automatiquement offrir aux mêmes conditions ses titres (*put*).

b. *Texas shoot-out*

- 1158 Le mécanisme du tir texan (« *texas shoot-out* », « *show down clause* ») prévoit quant à lui que les deux parties se feront simultanément une offre sous pli fermé²³²⁰. La partie ayant effectué l'offre la plus élevée remporte la mise et doit acquérir la participation de la partie adverse au prix de l'offre qu'il a proposée, c'est-à-dire la plus élevée.

c. *Dutch auction*

- 1159 L'enchère hollandaise (« *dutch auction* », aussi connue sous le nom de « *mexican shoot-out* ») est une variante du tir texan : chaque partie effectue une offre sous pli fermé, l'auteur de l'offre la plus élevée gagne le droit d'acheter mais au prix de l'offre la plus basse²³²¹.

III. Mesures préventives

- 1160 Certaines mesures peuvent être mises en place, au niveau juridique notamment, visant à s'assurer que la convention d'actionnaires ne sera pas – ou sera

²³¹⁸ MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 141 ; MÜLLER, *Aktionärbindungsvertrag*, p. 6 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 223 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 54s.

²³¹⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 283.

²³²⁰ MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 140 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 382. *Contra* VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 283.

²³²¹ MARCHAND, *Clauses contractuelles*, p. 141 ; SÖDING, *Private Equity*, p. 382.

difficilement – violée. Il s’agit de mécanismes de précautions, que nous nommons « mesures préventives ».

En ce qui concerne les jeunes sociétés, le cercle actionnarial est relativement restreint et les parties ont des rapports qui, même s’ils ne sont pas toujours parfaitement cordiaux, restent souvent consensuels. En outre, le principe de *Drittorganschaft* que connaît la SA est relativisé au sein des jeunes sociétés, puisque le petit nombre d’actionnaires est souvent intimement lié au *management*. Pour ces raisons, les violations de la convention d’actionnaires sont peu fréquentes, si bien qu’il n’est en principe pas nécessaire de prévoir de telles mesures préventives. Tout au plus se limitera-t-on à insérer une clause pénale, qui, comme nous le verrons dans ce qui suit, calmera les humeurs rebelles des parties respectives²³²².

1161

Les mécanismes qui suivent peuvent toutefois se révéler particulièrement adaptés lorsque les parties n’ont aucune expérience dans le financement et qu’elles sont relativement nombreuses. De telles conditions sont souvent remplies dans le cadre du financement participatif, ou de telles mesures, en plus d’assurer l’exécution de la convention d’actionnaires, permettent de coordonner la masse d’investisseurs. Au surplus, ces mécanismes seront aussi envisageables lorsque l’une des parties a déjà démontré qu’elle n’était pas prête à respecter la convention d’actionnaires, soit volontairement, soit parce qu’elle ne comprend pas exactement quelles sont ses obligations.

1162

A. Représentation

Les parties peuvent désigner une personne qui les représentera dans leur qualité d’actionnaires, de manière directe ou indirecte (art. 32 ss CO et art. 689 al. 2 CO). Ce représentant ira alors exercer les droits des actionnaires représentés à l’assemblée générale, et les actionnaires restent propriétaires de leurs actions. Ce mécanisme est particulièrement utile pour avoir la certitude que les accords de vote seront respectés²³²³. Nous nous proposons de revenir plus en détails sur la représentation dans la partie consacrée au financement participatif (*cf.* N 1514 et 1518 ss) : en effet, la représentation de la multitude d’investisseurs est autrement plus judicieuse et recommandée dans un tel contexte.

1163

²³²² C’est d’ailleurs ce que prévoient les modèles de la SECA.

²³²³ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d’actionnaires*, p. 109 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 243 ; MÜLLER, *Aktionärbindungsvertrag*, p. 6.

B. Consignation

1164 Les parties peuvent convenir, toujours dans la convention d'actionnaires, que les actions seront consignées. On nomme cela la consignation ; il s'agit alors d'un contrat de dépôt (« *Hinterlegung* ») au sens des art. 472 ss CO, prenant communément la forme d'un *escrow agreement*. Les parties vont alors déposer en commun leurs titres de participation auprès d'un tiers²³²⁴ (dépositaire ou « *escrow agent* »²³²⁵). Ce tiers sera en règle générale un notaire²³²⁶, une banque, un avocat ou encore, dans le cadre d'une campagne de *crowdfunding*, une plateforme de financement participatif²³²⁷. Les actionnaires perdent alors la possession immédiate des titres²³²⁸. Avec une consignation commune, le tiers ne pourra restituer les actions que lorsque toutes les parties – ou une certaine majorité – l'acceptent²³²⁹. Cela est utile pour empêcher des aliénations non désirées d'actions ou la vente de la totalité des actions, même en présence d'une minorité réfractaire²³³⁰ ; autrement dit, la mise en œuvre des cas de *drag along* est assurée de meilleure manière. Il s'agit d'une « mesure de sureté réelle »²³³¹, car le dépositaire ne peut plus disposer des actions en vertu de l'art 481 al. 3 CO.

C. Main commune

1165 Les parties peuvent décider de mettre toutes leurs actions en main commune²³³² selon les art. 652 à 654 CC ; ils forment ensuite un consortium – ou un syndicat. Cela empêche les parties d'aliéner les actions²³³³ et permet au consortium de se coordonner efficacement. C'est un système qui est aussi utilisé dans le cadre du *crowdfunding*, sur lequel nous reviendrons (*cf.* N 1510). Précisons tout de même ce qui suit : au vu des intérêts respectifs des

²³²⁴ RVJ 2017 199 (TCV C1 15 156 du 4 avril 2016), ainsi que FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 375 ; LEIS/JACCARD, p. 142 ; MARCHAND, *Clauses de sortie*, p. 242.

²³²⁵ LEIS/JACCARD, p. 142.

²³²⁶ HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 96 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 242.

²³²⁷ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 358.

²³²⁸ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 242.

²³²⁹ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 109 ; LANG, *Durchsetzung*, p. 136 ; LEIS/JACCARD, p. 142.

²³³⁰ HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 96 ; LEIS/JACCARD, p. 142.

²³³¹ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 115. Voir aussi LANG, *Durchsetzung*, p. 134.

²³³² FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 376 ; HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 94s.

²³³³ DOHM, *Accords*, p. 148 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 243.

fondateurs et des investisseurs, parfois convergents mais aussi parfois diamétralement opposés, la mise en main commune peut paraître mal adaptée. Comme le relève BLOCH, la mise en main commune des actions nécessite un « partage d'intérêts rigoureusement identiques »²³³⁴. Nous sommes d'avis qu'une bonne communication au sein du consortium, ainsi que la possibilité pour les parties d'exprimer leurs désirs et leurs volontés, devraient donner entière satisfaction.

Selon nous, dans le cadre du financement d'une jeune société, la mise en main commune est particulièrement adaptée lorsqu'il existe une multitude de petits actionnaires et que ces derniers présentent un risque élevé de non-respect des contrats de financement. On pense ici aux trois F, mais aussi à d'autres investisseurs déjà connus pour leur tempérament tempétueux ou à des fondateurs trop impulsifs.

1166

D. Transfert à titre fiduciaire

On peut aussi envisager de transférer la propriété des actions à un tiers (fiduciaire) qui agira en son propre nom, mais pour le compte des actionnaires transférants. Nous abordons ce cas de figure en détails, dans le contexte du financement participatif, où cet instrument est souvent utilisé pour coordonner la foule d'investisseurs (*cf.* N 1524).

1167

E. *Holding* intermédiaire

Pour coordonner efficacement l'exercice des droits d'actionnaire et présenter un front totalement uni, on peut penser à la fondation d'une société *holding* qui jouerait le rôle d'intermédiaire entre la société principale et les actionnaires de cette dernière. Les titres de participation sont remis à la *holding*, et les actionnaires de la société principale deviennent actionnaires de la *holding*, puis une convention d'actionnaires est passée entre les actionnaires de la *holding*. Ce mécanisme est rare, et lorsqu'il est utilisé, c'est principalement dans le cadre d'une campagne de *crowdfunding* (*cf.* N 1519).

1168

F. Usufruit commun

En grevant leurs actions par un usufruit commun, les actionnaires choisissent de devenir nu-propriétaires des actions apportées, alors que le consortium,

1169

²³³⁴ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 131.

(c'est-à-dire la société simple constituée par les actionnaires) devient l'usufruitier²³³⁵. Un représentant commun de la société simple devra être élu pour exercer les droits sociaux à l'assemblée générale (art. 690 al. 1 CO)²³³⁶. Comme le précise l'art. 690 al. 2 CO, l'usufruitier est par ailleurs le seul représentant autorisé. C'est une solution particulièrement intéressante, utilisée parfois dans le cadre du financement participatif²³³⁷ (*cf.* N 1523 *in fine*).

G. Nantissement

- 1170 On peut mettre en gage les actions auprès d'un tiers, par le biais du nantissement (art. 884 ss CC). Le nantissement est un moyen de contrainte indirect : il permet d'utiliser les actions comme sûretés, en les réalisant pour payer les prétentions en dommages-intérêts et/ou pénalités découlant de violations contractuelles²³³⁸. Toutefois, le créancier gagiste ne peut pas exercer lui-même les droits sociaux liés à l'action nantie ; il devra obtenir une procuration écrite de représentation²³³⁹. En effet, l'actionnaire reste habilité à exercer ses droits sociaux en vertu de l'art. 905 CC.

H. Non-émission de titres

- 1171 Il est possible de renoncer à émettre les titres²³⁴⁰. Il reste néanmoins possible à l'actionnaire d'exiger la remise d'un titre prouvant sa qualité d'actionnaire ; il ne s'agit par contre pas d'un papier-valeur²³⁴¹. La non-émission des titres n'empêche pas de transférer la qualité d'actionnaires : cela se fait d'ailleurs par une simple cession au sens de l'art. 164 CO. On peut limiter de telles cessions mais il est impératif de respecter l'art. 685b CO concernant les restrictions statutaires de transmissibilité des actions nominatives²³⁴². Enfin, la non-émission des titres ne change absolument pas la donne en ce qui concerne toutes les autres obligations et devoirs à la charge de l'actionnaire, prévus dans

²³³⁵ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 354.

²³³⁶ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 131s ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 354.

²³³⁷ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 354.

²³³⁸ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 133.

²³³⁹ *Ibid.*

²³⁴⁰ C'est une méthode qu'utilise le modèle de la SECA, *cf.* SECA, *Shareholders agreement*, p. 28.

²³⁴¹ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 118.

²³⁴² BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 134 et les références citées ; LANG, *Durchsetzung*, p. 180.

la convention, notamment les accords de vote ou le devoir de fidélité²³⁴³. Les possibilités de violer la convention sont donc encore largement présentes.

I. Timbrage des titres

Selon la doctrine dominante, mentionner sur l'action même que ce titre est soumis à une convention d'actionnaires n'est pas opposable au tiers en ce qui concerne sa participation à la convention : un tiers acquéreur ne sera donc pas automatiquement partie à ladite convention simplement parce qu'il a acquis certaines actions. Cependant, le timbre sera opposable au tiers en ce qui concerne sa bonne foi. En acquérant des actions clairement liées par une convention d'actionnaires, le tiers est de mauvaise foi et il n'y pas d'effet translatif de propriété²³⁴⁴. Les créanciers de la convention peuvent agir en revendication contre le possesseur de mauvaise foi²³⁴⁵, selon l'art. 936 al. 1 CC. Pour le contrôle du cercle actionnarial, c'est ici une excellente solution, même si cela doit être relativisé : les restrictions statutaires de transmissibilité permettent déjà de s'opposer au transfert de certains titres de participation (*cf.* N 884 ss).

1172

J. Vérification par le conseil d'administration

En principe, la société ne peut pas limiter le droit de vote d'un actionnaire, pour assurer le respect d'éventuels accords de votes conventionnels liant ce dernier²³⁴⁶ : elle n'est « pas obligée d'exiger des actionnaires récalcitrants de se conformer à leurs obligations découlant de la convention, pas plus qu'elle est habilitée à le leur imposer volontairement »²³⁴⁷. Il faut toutefois garder à l'esprit que les actionnaires d'une jeune société sont peu nombreux et que le conseil d'administration est étroitement lié à l'actionnariat, si bien que telles vérifications (informelles) restent fréquentes en pratique. En outre, la menace de l'application de la clause pénale suffira généralement à dissuader les parties de violer les accords de votes existants. Cela n'est à notre avis pas satisfaisant, c'est pourquoi nous proposons, comme exposé précédemment, une modification législative visant à permettre l'intégration statutaire d'une convention liant tous les actionnaires de la société, et permettant au conseil

1173

²³⁴³ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 119.

²³⁴⁴ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 134.

²³⁴⁵ *Ibid.*

²³⁴⁶ BSK OR II-LÄNZLINGER, Art. 692 N 10.

²³⁴⁷ CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, art. 692 N 95.

d'administration d'en assurer le respect, notamment lors des décisions de l'assemblée générale (cf. N 758).

- 1174 Subsidiairement, pour éviter les violations des accords de vote, eu égard à la représentation des actions au porteur à l'assemblée générale, il est possible d'exiger du conseil d'administration qu'il procède à des vérifications supplémentaires, et s'assure en particulier qu'aucun titre n'est représenté à une assemblée générale, en violation d'une convention d'actionnaires liant en partie la société²³⁴⁸, par exemple lorsque les actions ont été consignées et que la société en a été informée. Comme le relève HARI, « le conseil d'administration a [...] le droit, mais pas l'obligation, de procéder à des vérifications supplémentaires »²³⁴⁹, si bien que les parties pourront aisément prévoir la création d'une telle obligation au sein de la convention d'actionnaires, qui sera ensuite insérée dans le règlement d'organisation.

K. Réputation

- 1175 L'un des facteurs qui permet d'éviter des violations de la convention d'actionnaires est son effet sur la réputation que cela pourrait entraîner. En effet, pour le capital-risqueur ou le *business angel*, il est important qu'il ne soit pas connu dans le domaine comme ayant pour habitude de ne pas respecter les conventions auxquelles il est partie. Cela pourrait lui faire perdre la confiance de partenaires actuels ou potentiels. Partant, une réputation ternie risquerait de jouer en sa défaveur lors d'investissements ultérieurs.

IV. Mesures provisionnelles

- 1176 Le tribunal pourra faire assurer le respect la convention, par le biais de mesures provisionnelles si besoin²³⁵⁰, visant à l'exécution forcée des obligations contractuelles. Il faudra néanmoins établir la vraisemblance du risque de violation et du dommage difficilement réparable (art. 261 al. 1 CPC). Les mesures provisionnelles peuvent être des mesures préventives, lorsqu'elles visent à éviter une violation future, déterminée et prévisible de la convention d'actionnaires, ou avoir des effets guérisseurs, lorsqu'elles sont destinées à paralyser les effets juridiques qu'une violation déjà avérée déploie ou pourrait déployer ; on pense ici principalement à la modification du registre du com-

²³⁴⁸ HARI, *Rôle du conseil d'administration*, p. 37.

²³⁴⁹ *Ibid.*

²³⁵⁰ TF 4A_531/2017 du 20 février 2018 ; BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 102s. ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 237s.

merce, qui suivrait une décision de l'assemblée générale prise en violation des accords de vote liant les parties. Cela peut aussi permettre de prévenir une aliénation d'actions à un tiers acquéreur et violant de ce fait d'éventuels droits d'acquisition que les parties se sont octroyées contractuellement²³⁵¹. En d'autres termes, les mesures provisionnelles permettent de « préserve[r] les intérêts du créancier à agir sur le fond du litige »²³⁵².

En amont des mesures provisionnelles, il est primordial de penser au blocage du registre (art. 162 ORC), qui permet de surseoir à une inscription au registre journalier, en attendant d'avoir obtenu du Tribunal une mesure provisionnelle. Le blocage du registre est automatique²³⁵³ : une simple notification écrite²³⁵⁴, qui n'a pas besoin d'être motivée²³⁵⁵, le déclenche. Un tel blocage ne suspend pas les délais, si bien que les pièces justificatives doivent tout de même être déposées dans les temps. Le différend devra ensuite être porté devant les tribunaux, à défaut de quoi le blocage du registre tombera (art. 162 al. 3 lit. a ORC). Le juge saisi devra statuer en procédure sommaire et sans délai sur la requête en mesures provisionnelles, et notifier à l'office une copie de la décision (art. 162 al. 4 ORC). Cela permet d'empêcher une multitude d'inscriptions : notamment à l'élection d'un membre du conseil d'administration indésirable, aux augmentations de capital dilutives ou toute autre décision susceptible de léser un actionnaire, souvent minoritaire, n'ayant pas pu s'opposer à une décision prise par l'assemblée générale et/ou le conseil d'administration. Selon les cas, ce blocage automatique avec délai de dix jours pour ouvrir une procédure, permet de se regrouper et coordonner sa défense (ou son attaque !) de manière efficace.

On comprend prestement que les mesures provisionnelles sont un moyen absolument essentiel pour assurer le respect et l'exécution de la convention d'actionnaires, en ce sens qu'elles permettent de « pérenniser une situation »²³⁵⁶, de maintenir le *statu quo*, respectivement d'empêcher qu'une situation problématique apparaisse et ne déploie des effets juridiques. En d'autres termes, en cas de litige, bien souvent, celui qui obtient en premier les mesures provisionnelles améliore grandement ses chances de victoires, puisqu'il se trouvera en position de force durant les négociations qui suivront²³⁵⁷.

²³⁵¹ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 101.

²³⁵² *Ibid.*

²³⁵³ GWELESSIANI/SCHINDLER, p. 210.

²³⁵⁴ L'exigence de forme écrite n'est pas satisfaite par le fax ou l'email, cf. GWELESSIANI/SCHINDLER, p. 211 et les références citées.

²³⁵⁵ GWELESSIANI/SCHINDLER, p. 211.

²³⁵⁶ Entretien avec M. WILHELM.

²³⁵⁷ Entretien avec M. WILHELM.

V. Mesures curatives et punitives

- 1179 Certaines mesures (qu'il faudrait selon nous qualifier de mesures « curatives ») permettront de remédier aux violations de la convention d'actionnaires, lorsque ces dernières ont déjà eu lieu et/ou qu'elles découlent d'une inexécution ou exécution imparfaite. C'est notamment le cas de l'action en exécution ou de la médiation, ayant pour but de faire respecter la convention d'actionnaires et d'obtenir de la partie réfractaire qu'elle remplisse les obligations qui sont les siennes. À défaut d'obtenir l'exécution, certaines mesures punitives permettront d'exiger des dommages-intérêts ou d'appliquer une clause pénale.

A. Modes amiables

1. Médiation

- 1180 Plutôt que d'entrer dans la confrontation, les parties peuvent tenter de régler leurs différends par le biais de la médiation, mode amiable de gestion des conflits. La médiation a pour but de réinstaurer un climat de confiance et de permettre aux parties de trouver une solution adaptée à leurs intérêts respectifs (« stratégie gagnant-gagnant »)²³⁵⁸.
- 1181 Il existe tout d'abord la médiation judiciaire : il s'agit de la médiation intervenant dans le cadre d'une procédure judiciaire, réglée par les art. 213 ss CPC. Il est ainsi possible de remplacer, sur demande des parties, la procédure de conciliation (art. 213 CPC) par une médiation, ou d'y avoir recours pendant la procédure sur le fond (art. 214 CPC). La médiation judiciaire reste confidentielle et les déclarations faites pendant une telle médiation ne peuvent être prises en compte dans la procédure judiciaire (art. 216 CPC). Si un accord est trouvé au terme de la médiation, les parties peuvent en demander la ratification au tribunal (art. 217 CPC). On peut aussi mentionner la médiation volontaire (ou extrajudiciaire), qui n'est, elle, pas réglementée en droit suisse²³⁵⁹.
- 1182 Même si la médiation ne possède pas de force exécutoire²³⁶⁰, les parties peuvent demander la ratification de l'accord conclu dans le cadre de la médiation

²³⁵⁸ MIRIMANOFF/WEIL-GUTHMANN, p. 84 ss.

²³⁵⁹ LÉVY, *Médiation commerciale*, p. 213.

²³⁶⁰ Pour le surplus, nous renvoyons le lecteur à l'excellente contribution de MIRIMANOFF/WEIL-GUTHMANN, s'intéressant spécifiquement à la médiation dans le cadre de conflits entre actionnaires, cf. MIRIMANOFF/WEIL-GUTHMANN, p. 69 ss.

(art. 217 CPC). L'accord ratifié a alors les effets d'une décision entrée en force (art. 217 *in fine* CPC). Enfin, il est généralement admis que la ratification d'un accord intervenu dans le cadre d'une médiation volontaire devrait pouvoir bénéficier d'une ratification par le tribunal²³⁶¹.

Tandis que la médiation était auparavant plutôt recommandée dans le cadre de conflits familiaux ou de voisinage, voire même de travail, on admet désormais qu'elle peut être judicieusement utilisée dans le cadre de conflits entre actionnaires, notamment en ce qui concerne la mise en œuvre de garanties ou de transferts et autres rachats de parts sociales²³⁶². Nous sommes d'avis que la médiation est parfaitement adaptée à la gestion des conflits pouvant apparaître entre les parties au financement d'une jeune société : elle offre certains avantages non négligeables, en ce sens qu'elle est relativement prévisible, confidentielle, rapide et peu onéreuse. En outre, le financement de jeunes sociétés étant un processus essentiellement consensuel et extrajudiciaire, il paraît justifié que le règlement des conflits le soit aussi. Le législateur semble d'ailleurs partager ce point de vue, puisqu'il déclare qu'il faut éviter de saisir les tribunaux trop hâtivement : « [I]l'action judiciaire doit être l'ultime moyen de pacifier une situation litigieuse. Le tribunal n'est pas une société commerciale préoccupée de marketing et de chiffre d'affaires [...] les *solutions transactionnelles* sont *plus durables et subséquemment plus économiques* du fait qu'elles peuvent tenir compte d'éléments qu'un tribunal ne pourra retenir »²³⁶³. Malheureusement, la médiation ne sera d'aucune utilité dans les cas où l'une des parties fait preuve d'une mauvaise foi crasse²³⁶⁴.

1183

2. Droit collaboratif

Le droit collaboratif est né aux Etats-Unis à la fin du XX^e siècle, puis s'est développé dans d'autres pays et en Europe²³⁶⁵. En Belgique, depuis 2009, les principes du droit collaboratif sont intégrés dans les règles de déontologie des avocats²³⁶⁶. Encore largement inconnu en Suisse, est plutôt utilisé dans le cadre de divorces ou de litiges familiaux, le droit collaboratif peut offrir une alternative à la médiation, lorsqu'il s'agit de trouver une solution amiable à un conflit entre les parties au financement.

1184

²³⁶¹ LÉVY, *Médiation commerciale*, p. 216

²³⁶² *Ibid.*

²³⁶³ Message CPC 2006, p. 6860.

²³⁶⁴ MIRIMANOFF/WEIL-GUTHMANN, p. 89s. ; IMHOOS, *Médiation*, p. 118 ss.

²³⁶⁵ KALAMIAN ET AL., p. 1.

²³⁶⁶ *Ibid.*

1185 Il s'agit d'un mode amiable de règlement des conflits, auquel participent activement les avocats des parties. Les avocats impliqués « reste[nt] le conseil de [leur] client »²³⁶⁷, mais doivent travailler ensemble et aider les parties à trouver une solution « concertée, équitable et mutuellement satisfaisante »²³⁶⁸. Comme le formule DUTOIT, les avocats deviennent alliés et non plus adversaire²³⁶⁹. En plus de l'obligation de disposer d'une formation spécifique au droit collaboratif et en matière de négociation raisonnée, il est admis les avocats doivent se retirer lorsqu'aucun accord n'a été trouvé²³⁷⁰. Ce dernier point est à notre avis problématique : les parties, qu'il s'agisse du fondateur ou de l'investisseur, entretiennent des relations étroites avec leur conseil juridique. Ce dernier les a souvent accompagnés depuis le début des négociations et tout au long du processus de financement ; les parties n'auront pas forcément envie d'aller consulter de nouveaux avocats formés à la méthode du droit collaboratif ou, alternativement, de devoir mandater un autre avocat pour porter l'affaire en justice si aucune solution amiable n'est trouvée²³⁷¹. C'est donc plutôt vers la médiation que les parties devront s'orienter : elles pourront, si besoin, donner plus de latitude à leurs avocats respectifs, donnant ainsi une dimension collaborative à la médiation.

B. Action en exécution

1186 L'une des grandes questions qui se pose en rapport avec la convention d'actionnaires concerne son exécution en nature, en l'espèce les possibilités d'obliger une partie à s'exécuter selon les clauses de ladite convention. Il est généralement admis que la convention constitue une base suffisante pour en exiger l'exécution en nature, lorsque cette dernière est encore possible, une jurisprudence zurichoise de 1984 ayant largement contribué à asseoir ce point de vue²³⁷². Sur le principe donc, l'exécution en nature est envisageable. Les parties à la convention d'actionnaires ont le droit d'exiger l'exécution (« *Realerfüllung* »)²³⁷³ par l'autre partie des obligations prévues par la convention, car il s'agit d'obligations « parfaites »²³⁷⁴.

²³⁶⁷ KALAMIAN ET AL., p. 2.

²³⁶⁸ DUTOIT, *Résolution des conflits*, p. 67.

²³⁶⁹ *Ibid.*

²³⁷⁰ DUTOIT, *Résolution des conflits*, p. 67 ; KALAMIAN ET AL., p. 10. Voir à ce sujet : CLP Pool (Zurich) et l'association suisse romande de droit et pratique collaboratifs.

²³⁷¹ DUTOIT, *Résolution des conflits*, p. 67.

²³⁷² ZR 83 (1984) N 53.

²³⁷³ BSK OR II-LÄNZLINGER, Art. 692 N 13.

²³⁷⁴ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 85 et les références citées.

L'actionnaire lésé par les agissements non-conformes à la convention de la part d'une autre partie peut donc ouvrir une action en exécution²³⁷⁵. Il devra mettre le débiteur en demeure et lui fixer un délai pour s'exécuter (art. 107 al. 1 CO). Si l'exécution devait avoir lieu à un terme fixe ou dans un délai déterminé (ce qui est souvent le cas des accords de vote), alors la fixation d'un délai n'est pas nécessaire et le créancier peut saisir immédiatement l'autorité compétente (art. 108 ch. 3 CO).

1187

Postérieurement à la violation toutefois, les choses se compliquent grandement. En effet, en raison du principe du « droit accompli »²³⁷⁶, il s'avère parfois difficile, voire impossible, d'obtenir l'exécution de la convention. Ce principe illustre le fait que, lorsque la violation est constatée, elle a parfois déjà déployé des effets juridiques et permis l'accomplissement ou la naissance de certains droits : on pense à la décision de l'assemblée générale valablement prise ou à la propriété des actions ayant passée au tiers acquéreur²³⁷⁷. Le juge n'a, en principe, pas le pouvoir d'annuler une décision de l'assemblée générale en raison d'une violation de la convention d'actionnaires²³⁷⁸ : cela découle du principe de relativité des conventions, selon lequel « le contrat ne déploie [...] ses effets qu'entre les parties »²³⁷⁹ à la convention : un comportement contraire à la convention d'actionnaires reste licite au regard du droit des sociétés. Lorsqu'un actionnaire rebelle émet son vote ou transfère certaines actions en violation de la convention d'actionnaires, la partie lésée ne pourra prétendre qu'à des dommages-intérêts (souvent difficiles à étayer²³⁸⁰) puisque l'exécution de certaines obligations découlant de la convention ne peut plus être obtenue (art. 97 *in initio* CO)²³⁸¹. Pour assurer la bonne exécution de la convention d'actionnaires, même dans de tels cas, il est conseillé d'avoir recours à des mesures préventives la consignation des actions dans le cadre d'un contrat de dépôt, la mise en main commune ou le transfert fiduciaire²³⁸², ou

1188

²³⁷⁵ PETER/JACQUEMET, p. 174.

²³⁷⁶ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 85 et la référence à LANG, *Durchsetzung*, p. 78.

²³⁷⁷ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 85s.

²³⁷⁸ BSK OR II-LÄNZLINGER, Art. 692 N 13 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 236.

²³⁷⁹ TF 4A.417/2011 du 30 novembre 2011, consid. 2.1 ; FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 366.

²³⁸⁰ FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 374 ; FRICK, *Private Equity*, p. 273 ; HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 93 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 59. L'exemple de « transfert sauvage » que nous donnons fait abstraction des cas où des restrictions de transmissibilité figurent dans les statuts.

²³⁸¹ On parle ici d'une impossibilité subjective subséquente. Voir à ce sujet ATF 135 III 212, JdT 2011 II 529, consid. 3.1.

²³⁸² WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 59s.

plus simplement à mettre en place une clause pénale. Nous renvoyons à ce qui a été dit à ce sujet précédemment (cf. N 1160).

- 1189 Une action en exécution peut toutefois avoir « effet utile »²³⁸³ lorsqu'il est encore possible de faire respecter la convention et d'en exiger l'exécution parfaite. On pense ici principalement 1) à des cas où la violation découle du fait que le débiteur refuse d'adopter un certain comportement auquel il est astreint, par exemple refuse de remettre ses actions suite à l'exercice d'un droit d'emption ou refuse d'assister à l'assemblée générale en dépit des accords de vote ; 2) aux cas où l'on peut encore revenir sur des décisions sociales, par exemple lorsqu'une décision de l'assemblée générale a été rejetée alors qu'elle aurait dû être acceptée²³⁸⁴ ; 3) aux cas de violations imminentes, par exemple lorsque le débiteur informe le créancier qu'il ne va pas s'exécuter²³⁸⁵. Dans de telles circonstances, les chances de succès de l'action en exécution sont bien meilleures. Au vu de ce qui précède, nous sommes d'avis qu'une décision de l'assemblée générale, prise en violation d'un accord de vote réunissant tous le sociétariat, doit pouvoir faire l'objet d'une action en exécution forcée, justifiant de ce fait un blocage du registre du commerce et l'obtention de mesures provisionnelles. En effet, une telle action peut être ouverte en temps utile et une nouvelle décision de l'assemblée générale peut facilement être obtenue²³⁸⁶.
- 1190 En ce qui concerne le mécanisme procédural permettant l'exécution forcée de la convention, plusieurs cas de figure peuvent être envisagés²³⁸⁷ : tout d'abord, l'exécution forcée dite directe, lorsque le juge contraint le débiteur à s'exécuter et permet aux forces de l'ordre d'intervenir si besoin (par exemple art. 343 al. 1 lit. d CPC). Puis l'exécution forcée indirecte, où le juge menace le débiteur de la peine prévue à l'art. 292 CPC (art. 343 al. 1 lit. a CPC). Enfin, l'exécution forcée par un tiers, où le juge ordonne l'exécution par un tiers (art. 343 al. 1 lit. e CPC). A ce sujet, relevons que, même s'il est largement admis qu'un actionnaire puisse demander l'exécution d'un accord de vote prévu dans une convention d'actionnaires²³⁸⁸, l'exécution forcée directe n'est pas admissible dans un tel cas ; partant, ce sont vers les exécutions forcées

²³⁸³ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 90.

²³⁸⁴ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 91 ss ; DOHM, *Accords*, p. 169s.

²³⁸⁵ Exemple tiré de BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 91s.

²³⁸⁶ Voir à ce sujet, BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 85 qui semble partager cet avis.

²³⁸⁷ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 91 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 236s.

²³⁸⁸ DOHM, *Accords*, p. 160s. ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 235. Voir aussi BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 85 ss et les références citées.

indirecte et par un tiers qu'il faudra se tourner²³⁸⁹ : le juge confiera à ce dernier la mission d'aller voter en lieu et place de l'actionnaire débiteur, en précisant « le contenu et la portée de l'autorisation de voter »²³⁹⁰.

C. Action en dommages-intérêts

La partie lésée peut actionner en dommages-intérêts, selon les art. 97 et 109 CO, lorsqu'elle ne peut obtenir l'exécution de l'obligation ou ne peut l'obtenir qu'imparfaitement. Le lésé devra supporter le fardeau de la preuve ; la faute du débiteur est toutefois présumée (art. 97 al. 1 CO). En pratique, il est extrêmement difficile de prouver qu'un dommage a découlé d'une certaine violation²³⁹¹. Par exemple, la voix donnée à l'assemblée générale de manière non conforme à la convention ne cause un dommage que si elle a fait pencher le vote d'un côté ou de l'autre²³⁹² ; les décisions de l'assemblée générale peuvent aussi être prises par bulletin secret²³⁹³. Dans le cadre du financement d'une jeune société, les actionnaires sont toutefois peu nombreux et il devient dès lors facile de faire pencher la balance d'un côté ou de l'autre. En ce qui concerne les bulletins secrets, pour éviter tout malentendu, nous recommandons aux parties de s'accorder pour éviter cette modalité de vote lors de l'assemblée générale. De plus, même si le lien de causalité a pu être déterminé, il reste encore à calculer l'étendue du dommage, ce qui s'avère ardu, voire impossible, dans la plupart des cas²³⁹⁴.

1191

Pour illustrer l'inefficacité de l'action en dommages-intérêts dans certains cas, plus particulièrement la difficulté de calculer le dommage, imaginons un actionnaire aliénant ses participations en ne respectant pas la clause de *tag along* figurant dans la convention d'actionnaires²³⁹⁵. La vente des actions est valable et les actionnaires lésés, souhaitant ouvrir une action en dommages-intérêts, auront des difficultés à calculer le dommage exact qu'ils ont subi²³⁹⁶. L'on

1192

²³⁸⁹ LANG, *Durchsetzung*, p. 92 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 236s. ; DOHM, *Accords*, p. 180s.

²³⁹⁰ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 237. Voir aussi BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 94 ss, qui analyse de manière détaillée l'exécution forcée par un tiers.

²³⁹¹ MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 188.

²³⁹² BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 107s. ; DOHM, *Accords*, p. 186.

²³⁹³ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 238. Voir aussi BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 108.

²³⁹⁴ PETER/JACQUEMET, p. 174.

²³⁹⁵ Bien évidemment, cet exemple n'a de sens que lorsqu'il n'existe aucune restriction de transmissibilité au niveau statutaire.

²³⁹⁶ Exemple tiré de MARCHAND, *Clauses de sortie*, p. 242.

peut aussi imaginer qu'un membre du conseil d'administration est élu en violation de la convention d'actionnaires²³⁹⁷ ; à nouveau, l'étendue du dommage sera extrêmement difficile à calculer, alors que la gêne occasionnée par de tels agissements est importante.

- 1193 En tout état de cause, le paiement de dommages-intérêts au lésé sera rarement satisfaisante, puisque les conséquences possiblement négatives de la violation ne disparaissent pas et mettent potentiellement en péril les intérêts de la société. Il est d'ailleurs évident que les parties au financement de la jeune société ne sont pas intéressées par un dédommagement mais bel et bien par l'exécution de la convention d'actionnaires comme elle avait été stipulée.

D. Clause pénale

- 1194 La clause pénale est une institution aussi complexe qu'intéressante pouvant faire l'objet de longs développements²³⁹⁸. Dans ce qui suit, nous nous limiterons toutefois aux aspects pertinents de la clause pénale se trouvant dans une convention d'actionnaires à l'occasion du financement d'une jeune société.

1. Notion

- 1195 L'institution de la clause pénale est expressément réglée par le CO, en ses articles 160 ss. N'étant soumise à aucune exigence de forme particulière²³⁹⁹, la clause pénale est une « convention accessoire en vertu de laquelle le débiteur s'engage à s'acquitter d'une dette pour le cas où il n'exécuterait pas, ou n'exécuterait qu'imparfaitement, une prestation principale »²⁴⁰⁰. En d'autres termes, l'actionnaire partie à la convention qui ne respecte pas ladite convention, pourra se voir imposer une sanction pécuniaire²⁴⁰¹.
- 1196 La clause pénale ne permet toutefois pas d'éviter les violations de « manière absolue »²⁴⁰². En conséquence, on dit de la clause pénale qu'elle contraint de manière « indirecte »²⁴⁰³. En outre, on considère que cette clause présente une

²³⁹⁷ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 238s.

²³⁹⁸ Nous renvoyons le lecteur à la thèse de COUCHEPIN, *La clause pénale*, p. 1 ss.

²³⁹⁹ CR CO I-MOOSER, art. 160 N 7.

²⁴⁰⁰ COUCHEPIN, *La clause pénale*, p. 6 ; ENGEL, *Contrats*, p. 283. Sur le caractère accessoire, voir aussi CR CO I-MOOSER, art. 160 N 1 et les références citées.

²⁴⁰¹ CHAPPUIS, *Clause pénale*, p. 65.

²⁴⁰² BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 112 ; MARCHAND, *Clauses de sortie*, p. 242.

²⁴⁰³ MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 242.

« triple caractéristique »²⁴⁰⁴ : elle est 1) conditionnelle, car elle dépend de l'inexécution de l'obligation principale, 2) autonome, car elle génère une obligation propre, et 3) accessoire, puisqu'elle se trouve véritablement au service de la convention d'actionnaires. La clause peut être alternative ou cumulative (art. 160 al. 1 CO).

La peine alternative, présumée par la loi (art. 160 al. 1 *in fine* CO), permet au créancier de choisir entre l'exécution régulière de l'obligation et la peine conventionnelle. Dans le cas où c'est la peine cumulative qui a été expressément stipulée par les parties, le créancier peut exiger l'exécution de l'obligation ainsi que la peine conventionnelle.

1197

La clause pénale présente deux avantages : tout d'abord, il n'y a pas besoin de prouver le dommage (art. 161 al. 1 CO), ni de l'estimer ou de le calculer. Cela est particulièrement bienvenu pour la partie lésée, puisque, nous l'avons vu, le dommage découlant d'une violation de la convention d'actionnaires est extrêmement difficile à calculer, plus généralement à prouver. En outre, la clause pénale possède un effet dissuasif. Nous avons choisi de faire figurer la clause pénale au sein du chapitre dédié aux mesures punitives, en tant qu'elle déploie des effets répressifs évidents et en vertu de sa terminologie (« clause *pénale* »). Il convient toutefois de nuancer présentement la dimension punitive : la clause pénale a aussi un effet préventif non-négligeable²⁴⁰⁵ puisqu'elle fournit un « moyen de pression »²⁴⁰⁶ visant à éviter que les parties ne monnayent leur « pouvoir de nuisance »²⁴⁰⁷.

1198

2. Limitations

Il existe certaines limitations, en premier lieu quant au montant de la peine : le juge (ou d'éventuels arbitres²⁴⁰⁸) réduira les peines estimées excessives (art. 163 al. 3 CO). En effet, des sanctions élevées auront bien évidemment pour effet de dissuader les parties de violer la convention mais elles ne doivent pas être disproportionnées ou exorbitantes²⁴⁰⁹. Par ailleurs, ils réduiront la

1199

²⁴⁰⁴ CR CO I-MOOSER, art. 160 N 1.

²⁴⁰⁵ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 112.

²⁴⁰⁶ CR CO I-MOOSER, art. 160 N 2.

²⁴⁰⁷ LEIS/JACCARD, p. 142.

²⁴⁰⁸ SECA, *Shareholders agreement*, p. 29, ndbp 56.

²⁴⁰⁹ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 112.

peine uniquement dans la mesure nécessaire pour qu'elle ne soit plus considérée excessive²⁴¹⁰.

Une autre limitation veut que la peine conventionnelle ne puisse pas être exigée lorsqu'elle sanctionne une obligation illicite ou immorale (art. 163 al. 2 CO). Par exemple, la violation d'une clause de la convention, clause elle-même contraire au droit impératif, ne pourra pas entraîner l'application de la clause pénale, elle-même réputée nulle²⁴¹¹.

- 1200 Dans le domaine des conventions d'actionnaires, la doctrine est d'avis que les tribunaux ou arbitres doivent « apprécier avec une certaine retenue » si le montant est excessif²⁴¹². Nous partageons cette position : il convient donc de juger comme acceptables des peines relativement élevées²⁴¹³. Dans le domaine du financement, plus particulièrement du capital-risque, les montants en jeu sont élevés, tout comme le sont les risques ; le respect de la convention d'actionnaires est une condition véritablement fondamentale de l'investissement. Nous sommes d'avis qu'un juge ou arbitre devrait donc faire preuve de retenue lorsque les parties impliquées dans le financement sont déjà bien expérimentées ; les arguments que nous avons développés lorsqu'il s'agit pour un juge de revoir des intérêts potentiellement excessifs (sur un prêt accordé à une jeune société) peuvent être repris présentement (cf. N 343).

3. Mise en œuvre

- 1201 Concernant les contrats de financement, il est admis de manière unanime que les conventions d'actionnaires peuvent contenir des clauses pénales (aussi appelées « peines conventionnelles »)²⁴¹⁴. Nous recommandons fortement le recours à un tel mécanisme, permettant de prévenir et réprimer les violations sans devoir sortir du cadre contractuel de la convention et sans devoir saisir un juge ou un arbitre. En tout état de cause, la pratique semble déjà suivre cette voie, puisque la clause pénale est un instrument systématiquement utilisé pour

²⁴¹⁰ ATF 133 III 201, consid. 5.2 : les tribunaux ne la réduiront pas à un montant qu'ils considèrent comme raisonnable, mais réduiront uniquement pour que la peine ne soit plus excessive, c'est-à-dire uniquement pour l'excès qui n'est « plus compatible avec le droit et l'équité ». Le montant final peut donc encore être relativement élevé.

²⁴¹¹ Exemple tiré de MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 241.

²⁴¹² BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 112 ; FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 375 ; HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 96 ; LANG, *Durchsetzung*, p. 127.

²⁴¹³ ATF 116 II 302, JdT 1991 I 170, consid. 4 ; TF 4C.5/2003 du 11 mars 2003, consid. 2.3.1.

²⁴¹⁴ ATF 88 II 172, consid. 1 ; BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 110 et les références citées ; LANG, *Durchsetzung*, p. 127.

assurer le respect des conventions d'actionnaires dans le cadre du financement de jeunes sociétés²⁴¹⁵.

Cela permettra à la partie lésée de ne pas avoir à prouver un dommage quelconque, ni de calculer ledit dommage²⁴¹⁶, somme toute difficilement estimable²⁴¹⁷. Le paiement de la peine est alors dû sur chaque violation de la convention²⁴¹⁸, par exemple lors d'un vote hérétique ou d'un transfert sauvage d'actions, du non-respect du devoir de confidentialité ou de non-concurrence. A notre sens, il devrait généralement être convenu que la peine conventionnelle est cumulative²⁴¹⁹, pour garder la possibilité d'ouvrir une action en exécution ou en dommages-intérêts, en plus d'exiger le paiement de la peine conventionnelle.

1202

En outre, nous sommes d'avis que la peine conventionnelle doit prendre en compte les moyens financiers et les risques courus par les parties respectives. Nous proposons de prévoir une peine conventionnelle fonction de sa participation au capital social : ainsi, on pourrait prévoir que la violation de la convention pourrait entraîner le paiement d'un montant correspondant à 50% de la valeur nominale des actions détenues. En outre, les cas de récidives devraient être sanctionnés plus lourdement : rien ne s'oppose, selon nous, à ce que chaque nouvelle violation soit majorée d'un certain pourcentage (par exemple 10% en plus pour chaque nouvelle violation). En définitive, la liberté contractuelle des parties et la retenue des juges dans ce domaine doit permettre aux parties de moduler l'application et la mesure de la peine conventionnelle, pour qu'elle soit adaptée et efficace, selon la gravité de la violation et la personne l'ayant commise.

1203

L'une des dernières questions qui se pose est celle de savoir s'il est possible de prévoir qu'une indemnité sera versée à la société à titre de peine conventionnelle, même lorsque ladite société n'est pas partie à la convention d'actionnaires. Il s'agit alors d'une stipulation pour autrui (art. 112 CO) : les parties à la convention stipulent alors que l'exécution de la clause pénale sera faite au profit d'un tiers, à savoir la société. Notre Haute Cour a jugé en 2003 qu'il s'agissait d'une stipulation pour autrui parfaite (art. 112 al. 2 CO), dans le cadre d'une clause pénale visant à interdire la concurrence ; cette clause se trouvait dans une convention d'actionnaires à laquelle la société n'était pas

1204

²⁴¹⁵ Voir par exemple, SECA, *Shareholders agreement*, p. 29.

²⁴¹⁶ TF 4A_65/2011 du 1^{er} avril 2011 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 188.

²⁴¹⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 273 ; FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 374 ; HÉRITIER LACHAT, *Exemples pratiques*, p. 93 ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 59.

²⁴¹⁸ SECA, *Shareholders agreement*, p. 29.

²⁴¹⁹ SECA, *Shareholders agreement*, p. 30.

partie : « [c]ette construction s'analyse juridiquement comme une stipulation pour autrui parfaite au sens de l'art. 112 al. 2 CO. En effet, que l'on se réfère à l'intention des parties ou au but et à la nature du contrat, force est de reconnaître à la société anonyme le droit de réclamer, le cas échéant, la peine conventionnelle promise, au besoin par une action en justice »²⁴²⁰. Ce raisonnement doit être rejeté : la qualification d'une telle clause pénale comme stipulation pour autrui parfaite viole, selon nous, l'art. 680 al. 1 CO : il n'est pas acceptable que la société puisse elle-même ouvrir une action en justice pour réclamer le paiement de la peine conventionnelle ayant été stipulée en sa faveur, car cela reviendrait à contourner la disposition précitée : la société serait alors en mesure, à travers les engagements contractuels de ses actionnaires en sa faveur, d'exiger l'exécution de prestations supplémentaires de la part de ses actionnaires. Ce raisonnement s'applique de manière identique lorsque la société est partie à la convention : comme nous l'avons déjà mentionné, la société ne peut être partie à la convention d'actionnaires que dans la mesure où elle s'engage envers les actionnaires ; elle ne peut jamais exiger des prestations supplémentaires de la part de ses actionnaires, sur une base contractuelle ou de droit des sociétés. En définitive, nous sommes d'avis qu'il s'agit impérativement d'une stipulation pour autrui imparfaite (art. 112 al. 1 CO) : ce sont uniquement les autres actionnaires parties à la convention qui pourront réclamer la peine conventionnelle à la société. Cette solution permet de respecter le principe de relativité des conventions ainsi que l'art. 680 al. 1 CO.

E. Droits d'acquisition

1205 Nous l'avons vu précédemment, les parties peuvent s'octroyer des droits d'acquisition (cf. N 899). Il est possible d'utiliser ces mécanismes de la même manière qu'une clause pénale, en prévoyant des obligations de vendre ou d'acheter des actions, à un prix favorable à l'actionnaire lésé (« *put and call clause* »), lorsque la convention n'est pas respectée. On parle alors d'un « droit d'emption conditionnel »²⁴²¹. A titre exemplatif, dans le cas d'une violation de la convention, l'on pourrait prévoir que le lésé a le droit de vendre ses titres à l'actionnaire fautif, à un prix plus élevé que leur valeur réelle, ou *a contrario* que le lésé peut racheter les titres du fautif à un prix avantageux.

²⁴²⁰ TF 4C.5/2003 du 11 mars 2003, consid. 2.1.1. Voir aussi MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, pp. 208 et 261.

²⁴²¹ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 135 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 243.

En résumé, un actionnaire n'ayant pas respecté la convention pourra se voir obliger de racheter tout ou partie des actions de son co-contractant, respectivement sera dépouillé de tout ou partie des actions qu'il possède²⁴²², et cela à des prix potentiellement dérisoires et véritablement punitifs. 1206

Selon nous, la mise en place d'un tel mécanisme pourrait, selon les cas, être assimilée à une clause pénale au sens des art. 160 ss CO, lorsque la dimension punitive est avérée et lorsqu'un préjudice économique évident est causé à l'actionnaire fautif²⁴²³. Comme l'a d'ailleurs confirmé le Tribunal fédéral en 2009, la peine conventionnelle peut prendre la forme d'une somme d'argent mais aussi de toute autre prestation : il peut s'agir aussi bien d'une augmentation du passif que d'une diminution de l'actif, d'une prestation positive, de la perte d'un droit ou encore de la réduction d'une créance²⁴²⁴. 1207

En tout état de cause, le simple fait que de tels mécanismes constituent potentiellement une clause pénale ne les invalide pas pour autant. Il conviendra uniquement de s'assurer que les exigences et limitations légales relatives à la peine conventionnelle sont respectées. On pense ici principalement aux présomptions légales concernant l'aspect alternatif ou cumulatif de la peine, ainsi qu'à la possibilité pour le juge de réduire des peines qu'il jugerait excessives. Pour plus de détails, nous renvoyons le lecteur aux paragraphes qui précèdent. 1208

F. Actions de droit des sociétés

Les parties à la convention gardent, en vertu de leur statut d'actionnaires, diverses actions judiciaires permettant de protéger leurs droits de sociétariat. On pense ici aux actions en annulabilité et en nullité, permettant d'attaquer en justice les décisions de l'assemblée générale qui violent la loi ou les statuts (art. 706 ss CO), à l'action en responsabilité personnelle des organes (art. 752 ss CO), en restitution (art. 678 CO) ou en dissolution (art. 736 ch. 4 CO). 1209

Ces droits sont inaliénables et l'on ne peut y renoncer ou les limiter contractuellement²⁴²⁵. Pour que ces procédures soient ouvertes à l'actionnaire toutefois, les conditions posées par le droit des sociétés et les dispositions parti- 1210

²⁴²² CHAPPUIS, *Clause pénale*, p. 69 ; LEIS/JACCARD, p. 143 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 278.

²⁴²³ Du même avis, BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 307 ss, qui parle à cet égard de peine conventionnelle « improprement dite ».

²⁴²⁴ Voir à ce sujet ATF 135 III 433, JdT 2009 I 479, dans lequel le TF effectue un changement de jurisprudence et revient sur l'ATF 80 II 123, JdT 1955 I 168, qui prévoyait que la peine conventionnelle ne pouvait être qu'une prestation positive.

²⁴²⁵ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 706 N 8.

nentes doivent être remplies. Ainsi, une simple violation de la convention d'actionnaires, instrument de droit purement contractuel, n'est pas un motif valide pour ouvrir ces actions : par exemple, une décision de l'assemblée générale valide au regard des statuts, du droit des sociétés et des principes généraux du droit n'est pas annulable²⁴²⁶.

- 1211 Toutefois, il reste possible que la violation de la convention d'actionnaires ait pour conséquence une violation de la loi ou des statuts. Ce sera le cas notamment lorsque l'administrateur applique certaines instructions contraires à la convention et qu'il viole, par la même occasion, son devoir de fidélité à l'égard de la société²⁴²⁷.

VI. Droit applicable, for et tribunal arbitral

- 1212 Il faut en premier lieu déterminer le droit applicable à la convention et aux litiges en découlant. Très souvent, lorsque la société a son siège en Suisse, les parties conviendront que le droit applicable sera le droit suisse²⁴²⁸. À défaut, cela se fera par le biais des règles de droit international privé, ce qui peut se révéler laborieux : en effet, comme le relève BLOCH, la convention est « susceptible de recevoir autant de qualifications différentes qu'elle contient de clauses »²⁴²⁹ ; par ailleurs, plusieurs éléments d'extranéité sont souvent présents, que cela soit la nationalité des parties, ou leur domicile. C'est pour ces raisons qu'il est recommandé d'insérer une clause d'élection de droit dans la convention, permettant de soumettre les litiges à un droit national matériel particulier (art. 15 al. 2 et 116 LDIP).
- 1213 En plus du droit applicable, on pensera aussi à choisir les autorités compétentes, par le biais d'une clause de prorogation de for au niveau international (art. 23 CL, subsidiairement 5 LDIP) et au niveau national (art. 17 CPC). À défaut d'une telle clause, il faudra déterminer, au niveau international, quelles sont les autorités compétentes, à l'aide des art. 2 ss CL, subsidiairement de la LDIP (art. 2 ss LDIP). Au niveau suisse, c'est au CPC qu'il faudra se référer (art. 10 ss CPC). La prorogation de for doit en principe être stipulée par écrit (art. 23 al. 1 CL, art. 5 al. 1 LDIP et art. 17 CPC). Ce qui précède part du principe que le litige porte sur une matière patrimoniale. Ce concept doit, selon

²⁴²⁶ BSK OR II-LÄNZLINGER, Art. 692 N 13 ; CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 706 N 23 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 236.

²⁴²⁷ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 158s.

²⁴²⁸ SECA, *Investment agreement*, p. 20 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 35.

²⁴²⁹ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 351.

BLOCH, recevoir une « acception extensive », en tant que même un accord de vote représente une valeur économique pour le cocontractant²⁴³⁰.

Il est toutefois possible de choisir un tribunal arbitral par le biais d'une clause d'arbitrage²⁴³¹ (qui doit être passée en la forme écrite, cf. art. 353 et 358 CPC, ainsi que 178 al. 1 LDIP) ; cela se fait principalement pour des raisons de confidentialité et de rapidité²⁴³². Toutefois, les mesures provisionnelles, qui peuvent être, selon les cas, l'arme absolue, ne fonctionnent pas toujours de manière optimale²⁴³³ : alors qu'il est admis que les tribunaux arbitraux sont compétents pour prononcer des mesures provisionnelles (« *interim measures* », par exemple art. 17 UNCITRAL Model Law ou art. 26 Swiss Rules), il faut pour cela que le tribunal arbitral soit déjà constitué, ce qui est problématique au vu de l'importance du facteur-temps des mesures provisionnelles ; il reste alors possible pour les parties d'obtenir des mesures provisionnelles auprès des tribunaux étatiques²⁴³⁴. Les modèles de la SECA proposent quant à eux une clause d'élection de droit en faveur du droit suisse, ainsi qu'une clause d'arbitrage et alternativement, une clause de prorogation de for.

1214

Chapitre 9 : Conclusion concernant le financement par fonds propres

Le financement par fonds propres est la pierre angulaire du financement de jeunes sociétés. Le risque couru par l'investisseur est souvent élevé, si bien que la contrepartie obtenue doit correspondre à la prise de risque consentie.

1215

²⁴³⁰ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 352, ndbp 590.

²⁴³¹ SECA, *Investment agreement*, p. 20 ; SECA, *Shareholders agreement*, p. 35.

²⁴³² MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 261. A titre d'exemple, ATF 129 III 535, JdT 2003 I 590, où le litige devant les tribunaux étatiques, concernant l'évaluation de la valeur de la société, a duré plus de six ans.

²⁴³³ STUTZER, *Interim Measures*, p. 1.

²⁴³⁴ Voir par exemple l'art. 9 UNCITRAL Model Law : « *It is not incompatible with an arbitration agreement for a party to request, before or during arbitral proceedings, from a court an interim measure of protection and for a court to grant such measure* » ; art. 26 ch. 5 Swiss Rules : « *the parties do not waive any right that they may have under the applicable laws to submit a request for interim measures to a judicial authority.* » ;

Cela passe, de manière quasi-obligatoire, par la cession d'une partie du contrôle de la société et un large catalogue de droits sociaux, patrimoniaux et d'information, octroyés par le fondateur à l'investisseur.

- 1216 Le financement par fonds propres est une aventure dangereuse, pouvant s'avérer extrêmement dommageable, mais aussi immensément gratifiante, tant financièrement qu'émotionnellement. Il est absolument vital que les parties parviennent à régler leurs rapports de manière optimale, pour que la société puisse croître, se développer et atteindre les objectifs visés et espérés. Si elles n'y parviennent pas, tout le monde sera perdant, qu'il s'agisse des fondateurs, des investisseurs, des employés ou même des créanciers. Les actionnaires de la société sont en vérité ceux qui ont le plus à y gagner ; ce sont aussi, *a contrario*, ceux qui ont tout à perdre : contrairement aux créanciers et employés qui peuvent encore espérer se satisfaire dans la faillite, lors de la liquidation de la société, les actionnaires ne récolteront que les miettes, souvent tout simplement inexistantes chez les jeunes sociétés faillies.
- 1217 Plus généralement, il faut absolument que fondateurs et bailleurs de fonds s'entendent bien et « tirent à la même corde »²⁴³⁵. Le financement d'une jeune société, processus principalement consensuel et s'étendant en général sur plusieurs années, une cohabitation harmonieuse est indispensable, ou du moins vivement recommandée. En dépit du fait que les parties n'ont pas toujours les mêmes attentes, il faut qu'elles aient conscience de ces divergences, les acceptent et les prennent en compte lors de leurs négociations, pour parvenir à aligner au mieux leurs intérêts respectifs.
- 1218 Le financement par fonds propres, même s'il est courant, n'est donc pas une mince affaire et ne doit pas être pris à la légère. Contrairement à un contrat de prêt ordinaire, où les droits et obligations des parties sont peu nombreux et relativement simples à définir et à négocier, l'entrée au capital et la cohabitation des actionnaires complique grandement les choses. Tout d'abord et comme nous l'avons vu, le contrat d'investissement permettra de clarifier la situation quant aux modalités de l'investissement, en particulier en ce qui concerne la souscription d'actions et d'éventuelles augmentations de capital. Parallèlement, une kyrielle de droits et obligations devront être définis, permettant de délimiter clairement les droits sociaux des parties respectives, leurs droits patrimoniaux et tout autre droit permettant d'assurer un financement harmonieux et couronné de succès. Comme nous l'avons vu, il existe un très grand nombre de paramètres qui devront être adaptés et maniés avec précaution en fonction des circonstances d'espèce, pour satisfaire toutes les par-

²⁴³⁵ Entretien avec M. DUTHEIL.

ties et permettre ultimement à la jeune société de s'épanouir sans être entravée par des tensions entre ses actionnaires et/ou au sein du *management*.

Selon nous, des négociations approfondies et minutieuses doivent être menées, car il est vital que les parties puissent s'entendre sur tous les aspects du financement, émettre certaines interrogations et chercher les éléments de réponses nécessaires. La *due diligence* menée dans ce cadre sera d'importance fondamentale et le *management* devra savoir réagir rapidement et de manière irréprochable. Quant au fondateur, il se trouvera en position de force lorsqu'il possède encore le choix et peut se permettre de refuser le financement. On lui conseillera donc de chercher les fonds, non pas lorsque la société en a urgemment besoin, mais lorsqu'elle est encore à flot. Cela permettra de ne pas être contraint d'accepter un financement trop désavantageux en raison d'une possible précarité de la situation.

1219

Même si de telles négociations peuvent se révéler exténuantes pour les parties, elles aboutissent à des contrats d'une valeur inestimable, en particulier une convention d'actionnaires solide, exhaustive et détaillée. Les parties devront profiter de la très large liberté contractuelle dont elles bénéficient en droit suisse : elles pourront aménager de manière détaillée les droits sociaux (en particulier les accords de vote et la gouvernance), les droits patrimoniaux (principalement quant au désengagement de l'investisseur) et les droits aux renseignements.

1220

Grâce à ce précieux socle contractuel, l'entrée au capital (par le biais du contrat d'investissement) et les modifications statutaires requises pourront être effectuées et assurées. En dépit du fait que la convention d'actionnaires ne bénéficie pas de l'armure légale et statutaire que procure le droit des sociétés suisse, divers moyens permettent d'assurer, dans une large mesure, le respect et l'exécution de la convention. On pense ici principalement à la clause pénale, mais aussi à certains mécanismes de consignation ou de représentation. En outre, même si une intégration statutaire n'est pas toujours possible, les statuts pourront significativement renforcer la protection contractuellement définie et assurer le respect la convention, notamment en ce qui concerne la transmissibilité des actions ou le droit aux renseignements.

1221

Chaque financement faisant intervenir un nombre élevé de variables et d'inconnues, nous conseillons d'éviter la standardisation excessive des rapports et de tenir compte, dans la mesure du possible, des circonstances d'espèces. Ainsi, certaines clauses prennent une importance toute particulière (ou *a contrario*, deviennent largement accessoires) selon le type et le nombre d'investisseurs, les montants en jeu, les attentes des parties et le stade d'avancement de la jeune société. Par exemple, l'investissement consenti par les trois F ne sera en principe pas axé sur les perspectives de désengagement

1222

mais devra prendre en compte l'inexpérience et le potentiel de nuisance (même involontaire) de tels investisseurs, par l'implémentation de droits d'emption ou de mécanismes de résolution des conflits. À l'inverse, l'investissement effectué par des parties plus expérimentées, comme les VCs ou les investisseurs providentiels, impliquera nécessairement de régler les aspects relatifs à la gouvernance, à la dilution lors des tours de financement ou encore à l'*exit* de l'investisseur.

- 1223 Plus généralement et tout au long de leur relation, il est impératif que les parties coopèrent, collaborent, s'informent et s'entendent. Cela passe par des discussions honnêtes, franches, précises et percutantes, par des contrats solides et complets, prévoyant en particulier des résolutions de conflits efficaces et n'ayant pas peur d'envisager les scénarios « catastrophes ». Le fait de s'adjoindre les services de professionnels compétents permettra de réduire au maximum les risques de conflits, et de régler les litiges s'ils devaient tout de même apparaître.

Quatrième partie :

Financement hybride

« Le beurre et l'argent du beurre ? »
Dicton populaire

Chapitre 1 : Généralités

En raison de la difficulté pour une jeune entreprise d'obtenir un crédit bancaire, le financement hybride est une alternative toujours plus prisée par les jeunes sociétés suisses²⁴³⁶. En effet, lorsque la jeune société n'a pas ou n'a que peu de sûretés à offrir et/ou que son endettement est déjà élevé, les possibilités de trouver du crédit sont fortement réduites²⁴³⁷. Le financement hybride reste toutefois relativement marginal en comparaison au financement par fonds propres, forme classique du financement des jeunes sociétés²⁴³⁸.

1224

Nous commencerons par aborder quelques notions générales du financement hybride, pour ensuite nous plonger dans le prêt convertible et à option, puis le prêt partiaire, pour terminer avec le prêt mezzanine. Nous concluons par un bref aperçu d'autres instruments susceptibles d'être, selon les cas, qualifiés de financement hybrides, comme par exemple les bons de participation ou les bons de jouissance.

1225

I. Notion

Le financement hybride est un instrument de financement se situant entre le financement par fonds étrangers et le financement par fonds propre²⁴³⁹. Certains auteurs le présentent comme une forme spécifique de fonds étrangers à

1226

²⁴³⁶ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 224 ; BEHR/WIRTH, p. 161 ; ENZ/RAVARA, p. 5 ; KOLB/VOLKART, p. 966 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 171. Malheureusement, il est impossible de déterminer la fréquence et de l'importance du financement hybride en Suisse, en raison des innombrables possibilités d'aménagement, du grand nombre d'instruments à disposition ainsi que les différentes dénominations utilisées, cf. à ce sujet ENZ/RAVARA, p. 13.

²⁴³⁷ ENZ/RAVARA, p. 5 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 937.

²⁴³⁸ Entretien avec M. WETZEL.

²⁴³⁹ BERNET/DENK, p. 67 ; BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 348 ; KOLB/VOLKART, p. 961 ; MEISTER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 98s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 120 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 213.

mi-chemin entre les fonds propres et les fonds étrangers²⁴⁴⁰. Le financement hybride n'est donc pas un instrument en soi, mais une « construction hybride »²⁴⁴¹ qui utilise et entremêle des instruments de financement existants et bien établis, comme le prêt, la libération d'actions, la participation au bénéfice, le droit d'option et de conversion, la subordination, etc. Nous considérons la définition susmentionnée comme encore trop vague et proposons en conséquence de définir le financement hybride comme tout type de financement étranger présentant certaines caractéristiques du financement par fonds propres, et rapprochant ainsi les droits du prêteur de ceux d'un actionnaire²⁴⁴² (respectivement d'un participant²⁴⁴³). De cette définition, on peut en déduire que les instruments suivants doivent être considérés comme hybrides : le prêt convertible et à option, le prêt partiaire et le prêt mezzanine²⁴⁴⁴. En raison de cette définition très large, le financement hybride ne fait pas (ni ne pourrait faire) l'objet d'une réglementation particulière ; tout au plus faut-il se tourner vers le contrat de prêt (art. 312 ss CO) pour la composante de base.

1227 Précisons qu'il possible de renforcer le caractère de fonds propres, respectivement de fonds étrangers au besoin. On dénombre ainsi trois catégories d'instruments de financement hybride²⁴⁴⁵.

1. **Instrument situationnel** : le caractère hybride n'apparaît que dans certaines situations exceptionnelles. C'est le cas lors d'un prêt postposé, où les fonctions de capital propre se déploient uniquement lors de l'insolvabilité de la société.
2. **Instrument composite** : l'instrument comporte des éléments possédant des fonctions de capital propre mais aussi des éléments avec fonctions de capital étranger. On pense notamment à l'emprunt à option ou l'emprunt convertible. Dans ces cas, l'emprunt est une fonction du capital étranger, alors que l'option ou la conversion sont des composants relatifs au capital propre.
3. **Instrument structurel** : il s'agit d'un instrument de financement qui comporte des éléments du capital propre et du capital étranger, mais qui, en raison de sa structure, ne peut être aménagé de manière à sépa-

²⁴⁴⁰ BANIK ET AL., p. 8s. ; BEHR/WIRTH, p. 162 ; BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 40 ; MÜLLER-KÄNEL, *Mezzanine*, p. 12.

²⁴⁴¹ ENZ/RAVARA, p. 6.

²⁴⁴² Du même avis, BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 40 : « [v]ielmehr bauen hybride Finanzinstrumente auf einem (klassischen) Fremdkapitalinstrumente auf, dem Besonderheiten beigemischt werden, welche sie letztlich einer Aktie annähern ».

²⁴⁴³ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656a N 2.

²⁴⁴⁴ Rapport OPCC 2006, p. 30s. ; HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 28s.

²⁴⁴⁵ HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 8s. et les références citées.

rer ces éléments les uns des autres. Il s'agit avant tout des bons de participation (art. 656a ss CO).

A noter que cette classification n'a pas de répercussion juridique ; elle sert uniquement à clarifier les diverses catégories d'instruments²⁴⁴⁶. C'est bien plus l'analyse légale et réglementaire des différents instruments utilisés qui permettront de déterminer les droits et obligations des parties y impliquées.

1228

II. Parties

Comme nous l'avons relevé, la majorité des financements hybrides a pour socle conventionnel, un contrat de prêt (art. 312 ss CO), conclu entre la société emprunteuse et le prêteur²⁴⁴⁷. En définitive, on trouve d'un côté le prêteur hybride mettant des liquidités à disposition de la jeune société, et de l'autre la jeune société, représentée par son conseil d'administration, s'engageant à rémunérer le prêt et le rembourser selon les modalités convenues, voire à accepter l'exercice du droit de conversion ou d'option. Dans ces derniers cas, lorsque l'instrument de financement hybride prévoit une potentielle entrée au capital, les actionnaires existants, en principe les fondateurs mais aussi d'éventuels autres investisseurs, passeront une convention d'actionnaires et un contrat d'investissement et de souscription avec le futur actionnaire ; il est aussi recommandé de prévoir que le prêteur deviendra partie à une convention d'actionnaires déjà existante.

1229

A. Société à financer

En vertu du partage des compétences (art. 716 et 716a CO), c'est la société, représentée par son conseil d'administration, qui pourra s'engager dans un contrat de financement hybride, en empruntant un certain montant et en s'engageant 1) à le rémunérer par le biais du paiement d'intérêts selon les modalités conclues ; 2) à le rembourser et/ou, le cas échéant, à ouvrir son capital lors de l'exercice par le prêteur de son droit de conversion ou d'option. Autrement dit, c'est la société qui sera débitrice, non seulement en ce qui concerne les éléments de financement par fonds étrangers, mais aussi pour ce qui touche à la potentielle entrée au capital de l'investisseur.

1230

²⁴⁴⁶ HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 9.

²⁴⁴⁷ BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 45.

B. Prêteur hybride

- 1231 Tout investisseur pourrait vouloir prendre le rôle de prêteur hybride, par exemple par le biais du prêt convertible ou à option, ou encore du prêt partiaire. On pense ici principalement aux capital-risqueurs, mais aussi aux *business angels* et aux trois F. Il pourrait même potentiellement s'agir de créanciers commerciaux de la société (par exemple des fournisseurs ou des clients industriels)²⁴⁴⁸. Dans le cas d'une dette mezzanine, il s'agit essentiellement de sociétés de capital-risque, de sociétés d'investissement, de banques, d'assurances ou encore de fonds spécialisés dans le financement par mezzanine²⁴⁴⁹. Selon nous, il pourrait aussi tout à fait s'agir d'actionnaires souhaitant renflouer la société à l'aide d'un prêt, qui sera, nous le verrons, qualifié de quasi fonds propres.
- 1232 Lorsqu'un *equity kicker* permet au prêteur d'entrer au capital de la société, nous conseillons de régler leurs futurs et éventuels rapports de manière contractuelle, par le biais d'une convention d'actionnaires conditionnelle, qui ne produira des effets que lorsque le prêteur exerce son droit de conversion ou d'option. Il s'agit alors d'une condition suspensive, au sens de l'art. 151 CO.

C. Fondateurs/actionnaires existants

- 1233 Même si la société s'engage à permettre l'entrée du prêteur au capital, il n'en reste pas moins que les autres actionnaires devront accepter ce nouvel arrivant, et voter en conséquence à l'assemblée générale, pour augmenter le capital-actions et renoncer à leur droit de souscription préférentiel (art. 650 ss CO). Selon nous, il est donc judicieux que les actionnaires existants (on pense ici principalement aux fondateurs et aux investisseurs précédents) s'engagent envers le prêteur à rendre possible une telle entrée au capital, par le biais d'un contrat d'investissement et de souscription (*cf.* N 600 ss). En outre, la cohabitation des parties doit aussi être réglée par le biais d'une convention d'actionnaires : on retombe donc sur des contrats de financement par fonds propres, que nous avons déjà analysé dans la troisième partie du présent travail.

²⁴⁴⁸ Par analogie CHK OR-COMBOEUF, Art. 556 N 37.

²⁴⁴⁹ BRODA, *Mezzanine finance*, p. 977 ; BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 55.

D. Autres prêteurs

Les autres prêteurs ne seront pas parties au contrat de prêt implémentant le financement hybride. Toutefois, dans le cas d'une dette mezzanine, les créanciers *seniors* peuvent être parties au contrat de financement, principalement afin de s'assurer que la subordination de la dette mezzanine à leur dette *senior* sera respectée et maintenue tant que cela est nécessaire²⁴⁵⁰. En d'autres termes, le prêteur *junior* s'engage envers le prêteur *senior* quant à la subordination de sa créance.

1234

III. Flexibilité

Les fondateurs et le prêteur hybride fixent ensemble les modalités de financement ainsi que les droits et obligations de chaque partie dans le contrat de prêt, respectivement dans les contrats de financement si une entrée au capital est envisagée. L'avantage du financement hybride est qu'il est extrêmement modulable selon la situation des parties²⁴⁵¹ : il est possible de l'aménager et de le modifier à souhait, tant du point de vue du droit des contrats que du droit des sociétés²⁴⁵². Cette flexibilité concerne aussi bien le volume du financement que la durée de l'engagement, les modalités de remboursement ou le paiement des intérêts²⁴⁵³. Elle découle aussi de la multitude d'instruments disponibles pour configurer un tel type de financement. On peut ainsi utiliser – voire même combiner – le prêt subordonné, le prêt partiaire, les bons de jouissance, les emprunts convertibles ou à option²⁴⁵⁴, mais aussi tous les éléments relatifs à la prise de participation et la cohabitation qui suivra. Il est alors possible de faire tendre la situation du prêteur hybride vers celle d'un créancier ordinaire, ou au contraire la rapprocher de celle d'un actionnaire.

1235

²⁴⁵⁰ BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*, p. 68.

²⁴⁵¹ BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 350.

²⁴⁵² BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*, p. 561 ; BEHR/WIRTH, p. 162 ; BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 351 ; BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978 ; HOFSTETER/STEINBRECHER, p. 937.

²⁴⁵³ BERNET/DENK, p. 114 ; BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978 ; ENZ/RAVARA, p. 6.

²⁴⁵⁴ BERNET/DENK, p. 113 ; ENZ/RAVARA, p. 6.

Chapitre 2 : Prêt convertible et à option

I. Notion

- 1236 Le prêt convertible (« *convertible loan* », « *Wandeldarlehen* »), et plus marginalement, le prêt à option (« *stock option loan* »²⁴⁵⁵, « *Optionsdarlehen* ») sont les instruments typiques du financement hybride de jeunes sociétés²⁴⁵⁶. Alors que le prêt convertible permet la conversion d'une créance en participation au capital, le prêt à option confère lui, en sus du droit de prétendre au remboursement du montant prêté, le droit de souscrire un certain nombre de titres de participation²⁴⁵⁷.
- 1237 Dans le cadre du financement de jeunes sociétés, l'emprunt convertible (ou le « prêt convertible » selon le point de vue duquel on se place) est largement utilisé durant les tours de table ; il précède d'ailleurs souvent une augmentation de capital²⁴⁵⁸, puisqu'il permet de procurer rapidement les fonds à la société, puis de les convertir au moment opportun. Cela permet aussi à l'investisseur de ne pas « déboursier immédiatement l'ensemble de sa mise en fonds propres » et/ou de la conditionner à la réalisation de certains objectifs ou étapes-clés²⁴⁵⁹. C'est plus marginalement que l'on rencontrera l'emprunt à option, en dépit du fait que les deux mécanismes partagent de très grandes similitudes. En cause, la redondance de mise à disposition de fonds, avec le prêt principal premièrement, puis avec la souscription d'actions et l'entrée au capital. En outre, l'obligation de remboursement du prêt subsiste. Pour ces raisons, le prêt convertible est plus pratique et mieux adapté au financement de jeunes sociétés que le prêt à option.
- 1238 L'emprunt convertible et l'emprunt à option sont étroitement liés au prêt mezzanine que nous étudierons dans la suite du travail, en tant qu'ils constituent tous deux un *equity kicker*, permettant au prêteur d'entrer au capital-actions (ou au capital-participation) de la jeune société²⁴⁶⁰.

²⁴⁵⁵ Trad. libre.

²⁴⁵⁶ Pour l'aspect hybride : HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 28s.

²⁴⁵⁷ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 225 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 190 ss.

²⁴⁵⁸ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1085 ; Entretien avec M. DUTHEIL ; Entretien avec M. DÜNNER.

²⁴⁵⁹ BERGER MEYER/LEDERMANN, p. 447.

²⁴⁶⁰ BERNET/DENK, p. 68.

A. Droit de conversion

Le droit de conversion (« *conversion right* », « *Wandelrecht* ») est un droit formateur modificateur²⁴⁶¹ (« *rechtsänderndes Gestaltungsrecht* ») qui confère au créancier le droit de convertir tout ou partie de sa créance en titres de participation²⁴⁶². Le prêteur peut alors, unilatéralement, modifier²⁴⁶³ la contre-prestation qu'il est censé recevoir (en l'espèce, renoncer au remboursement du montant prêté en échange de la remise d'actions), sous respect d'un certain délai et à des conditions prédéfinies²⁴⁶⁴. Le prêteur reçoit une option d'achat qui se compense (art. 120 ss CO) avec sa prétention au remboursement du capital mis à disposition²⁴⁶⁵ : comme l'indique l'art. 120 al. 1 CO, sont exigées l'exigibilité de la créance compensante, l'identité des prestations et la réciprocité des créances²⁴⁶⁶. D'un point de vue comptable, la conversion entraîne une « permutation de passifs sans augmentation d'actifs »²⁴⁶⁷.

1239

Contrairement au droit d'option, le prêteur ne doit pas investir des nouveaux fonds dans la société, en tant qu'il transforme simplement sa créance en participation. Sa prétention au remboursement du capital et au paiement de nouveaux intérêts s'éteint, pour être remplacée par l'obligation de libérer les nouvelles actions dans un cas d'acquisition originaire ou par le paiement du prix en cas d'acquisition dérivée²⁴⁶⁸. Cette libération s'effectue par la conversion de son prêt en capital, autrement dit une compensation entraînant la réduction des fonds étrangers de la société et l'augmentation des fonds propres (capital)²⁴⁶⁹. Le droit de conversion se greffe sur tout type de créance principale, pouvant être convertie en capital propre, au sein de la société. Ainsi, alors que le droit de conversion accompagnera généralement un contrat de prêt ordinaire

1240

²⁴⁶¹ Un droit formateur modificateur est un droit permettant à une personne de modifier une situation existante par une manifestation de volonté unilatérale. Comme le relève FRICK (*Private Equity*, p. 264 ndbp 1063), il est controversé de savoir si l'exercice du droit de conversion a un effet modificateur ou novateur. La doctrine ne considère pas le droit de conversion comme une obligation alternative au sens de l'art. 72 CO, mais plutôt comme un droit formateur modificateur.

²⁴⁶² BANIK ET AL., p. 42s. ; FRICK, *Private Equity*, p. 264 et les références citées, et 302. Voir aussi CHENAUX/PFISTER, p. 152 et CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 725 N 29, qui parlent d'*equity/debt swap*.

²⁴⁶³ Ou « remplacer », si l'on considère qu'il s'agit d'un droit novateur.

²⁴⁶⁴ TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 299 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 218.

²⁴⁶⁵ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 218.

²⁴⁶⁶ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652c N 16.

²⁴⁶⁷ CHENAUX/PFISTER, p. 152.

²⁴⁶⁸ FRICK, *Private Equity*, p. 264 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 194.

²⁴⁶⁹ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 196.

(art. 312 ss CO), il pourrait tout aussi bien garnir d'autres créances, comme celles des fournisseurs ou des clients. Restent bien évidemment réservées les dispositions relatives à la libération des apports en nature (art. 634 CO).

- 1241 D'un point de vue normatif enfin, HOUDROUGE ET AL. et le Conseil fédéral sont d'avis que la conversion d'une créance en capital fait l'objet d'une réglementation « lacunaire »²⁴⁷⁰ en droit suisse. On peut tout de même relever l'art. 634 al. 2 CO qui mentionne la libération par compensation, ainsi que l'art. 653 al. 1 CO, relatif à l'augmentation de capital conditionnelle, qui évoque le droit d'acquérir des actions nouvelles par droit de conversion ou d'option. A notre sens, rien ne motive une codification plus ample du droit de conversion, la liberté contractuelle des parties permettant déjà d'organiser et d'exécuter la conversion d'une créance de manière satisfaisante. Rappelons par ailleurs que le droit de conversion est uniquement une étape dans le processus de financement par prêt convertible, combinant efficacement le prêt et l'entrée au capital : rien n'est, à son égard, problématique, lorsque les parties ont convenablement réglé les rapports précités (contractuels et de droit des sociétés) en amont : ainsi, plutôt qu'une codification, nous sommes d'avis que ce sont principalement des contrats clairs et une participation et une coordination actives de toutes les parties impliquées (société, mais aussi les autres actionnaires) qui permettront d'assurer la mise en œuvre du droit de conversion.

B. Droit d'option

- 1242 Le droit d'option est un droit formateur constitutif (« *rechtsbegründendes Gestaltungsrecht* »), qui procure au prêteur le droit d'acquérir des actions de manière originaire ou dérivée²⁴⁷¹, auprès de la société²⁴⁷², en y injectant des fonds supplémentaires²⁴⁷³. Il s'agit donc en quelque sorte d'un droit de souscription. L'exercice du droit d'option peut être assorti de certaines conditions, notamment temporelles ou en fonction du chiffre d'affaires²⁴⁷⁴.
- 1243 Le droit d'option ne modifie pas la prétention du prêteur au remboursement du capital²⁴⁷⁵. Ainsi, même lorsque le prêteur choisit d'utiliser son droit d'option, l'emprunteur reste tenu de rembourser le capital emprunté ainsi que les inté-

²⁴⁷⁰ Message révision SA 2016, p. 443 ; HOUDROUGE ET AL., p. 7.

²⁴⁷¹ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 229 ; FRICK, *Private Equity*, p. 264.

²⁴⁷² FRICK, *Private Equity*, p. 264 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 190.

²⁴⁷³ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 196.

²⁴⁷⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 190.

²⁴⁷⁵ FRICK, *Private Equity*, p. 305s.

rêts échus²⁴⁷⁶. La libération a lieu en espèces, contrairement à la conversion qui a lieu par compensation. L'état des fonds étrangers (c'est-à-dire l'état de la dette) est inchangé²⁴⁷⁷. A notre sens, le droit d'option peut être utilement assuré par la remise de bons de jouissance (art. 657 CO), procurant uniquement un droit de souscription préférentiel au prêteur et lui permettant de participer à une future augmentation de capital. Ce mécanisme de droit des sociétés peut compléter et renforcer de manière bienvenue le contrat de prêt convertible, en ce qu'il permet d'asseoir le droit de souscription du prêteur dans le droit des sociétés. C'est donc uniquement pour le cas où les obligations contractuelles des parties impliquées ne sont pas respectées que le bon de jouissance pourra jouer un rôle déterminant. C'est uniquement lorsqu'une partie souhaite s'assurer que son droit d'option est garanti par le droit des sociétés qu'elle souhaitera le munir d'un droit de souscription préférentiel inclus dans un bon de jouissance. Cela peut être le cas lorsque des conflits passés ont contribué à ternir la relation de confiance entre les parties, ou qu'il est avéré que l'exécution contractuelle du droit d'option est remise en cause (par exemple parce qu'une éventuelle clause pénale ou l'ouverture d'une action judiciaire n'effraie pas la partie fautive).

Pratiquement, s'il est convenu que le prêteur obtiendra des bons de jouissance lui permettant de faire valoir son droit d'option, par le biais d'un droit de souscription préférentiel lors d'une augmentation de capital, alors c'est l'assemblée générale exclusivement qui pourra le décider (art. 698 al. 2 CO ch. 1 *cum* art. 657 al. 1 CO *cum* art. 627 ch. 9 CO). Cela fait d'autant plus de sens dans le cadre de bons de jouissance permettant un droit de souscription préférentiel, puisque l'octroi d'un tel droit dilue les actionnaires existants. Dans le cadre du prêt à option visant au financement d'une jeune société, le sociétariat votera sans autres une telle dilution : le prêteur aura en effet, en amont, déjà dû accepter de devenir partie à la convention d'actionnaires liant l'actionnariat de la jeune société, si bien que les actionnaires existants voteront en faveur de l'émission de tels bons de jouissance de la même manière qu'ils auraient été prêts à restreindre leur droit de souscription préférentiel pour permettre l'entrée du prêteur au capital, si aucun bon de jouissance n'avait été émis.

1244

²⁴⁷⁶ TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 300.

²⁴⁷⁷ Pour tout le paragraphe, BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653 N 11 ; CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 653 N 12.

II. Avantages et inconvénients

1245 L'emprunt convertible et l'emprunt à option permettent d'avoir le beurre et l'argent du beurre, en ce sens qu'ils présentent les avantages du financement par fonds propres et par fonds étrangers (pour autant qu'ils ne prévoient pas d'obligation de convertir ou de souscrire). Ils donnent tout d'abord la possibilité à l'investisseur d'entrer au capital-actions lorsque la société s'est développée de manière positive (on parle à cet égard du « *upside potential* ») et de profiter de la prise de valeur des titres de participation désormais détenus ; dans le cas contraire, l'investisseur pourra renoncer à la conversion ou à l'option et exiger le remboursement du prêt en tant que créancier ordinaire. Ce statut de créancier ordinaire sera d'autant plus avantageux en cas de liquidation forcée. Les *downside risks* sont ainsi réduits, et bien moindres qu'en cas d'entrée immédiate au capital. En d'autres termes, puisque le prêt s'effectue à l'aide de fonds étrangers, la protection sera améliorée en raison du droit au remboursement du capital, et le risque de pertes sera amoindri²⁴⁷⁸. Il convient toutefois de nuancer ce qui précède, puisqu'il arrive que les parties conviennent que l'exercice du droit de conversion est obligatoire. Nous revenons sur ce cas de figure dans la section qui suit.

1246 L'emprunt convertible ou à option est un outil relativement simple à mettre en place, idéal lors des premiers investissements, par exemple ceux provenant des trois F²⁴⁷⁹, des *business angels* ou des VCs²⁴⁸⁰. La jeune société qui emprunte y trouve aussi son compte : lorsque le prêteur détient un droit d'option et qu'il l'exerce, la société obtient de nouveaux fonds sans qu'un nouvel emprunt soit contracté²⁴⁸¹. En outre, dans le cas du prêt convertible, des liquidités sont obtenues rapidement alors qu'un investissement par fonds propres aurait été plus laborieux à mettre en place et qu'un prêt ordinaire aurait peut-être été exclu²⁴⁸². Enfin, lorsque le prêteur hybride exerce un droit de conversion, le capital propre de la société augmente, alors que le capital étranger diminue dans la mesure où la dette est convertie. La structure du bilan est modifiée, ce qui permet d'améliorer sensiblement la cote de solvabilité de l'entreprise, sur le moyen à long terme.

²⁴⁷⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216.

²⁴⁷⁹ Entretien avec M. DUCOMMUN.

²⁴⁸⁰ Entretien avec M. HARFOUCHE.

²⁴⁸¹ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 228.

²⁴⁸² BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978 ; ENZ/RAVARA, p. 8 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 299.

Un autre avantage non négligeable du prêt convertible est que l'on peut repousser la discussion essentielle relative à la valorisation, c'est-à-dire à la part du capital qui reviendra au prêteur en échange de sa conversion²⁴⁸³. Il reste, à notre sens, impératif que ces facteurs, à défaut d'être déterminés, soient au moins déterminables lors de la conclusion du contrat, en tant qu'il s'agit d'éléments objectivement essentiels (art. 2 al. 1 CO).

1247

D'ailleurs, dans le domaine du capital-risque et particulièrement aux États-Unis, on rencontre couramment des contrats dits « SAFE » (« *simple agreement for future equity* ») : ces contrats permettent de mettre des fonds à disposition de la jeune société, par le biais du prêt convertible notamment, de manière extrêmement rapide²⁴⁸⁴. Pour éviter que la société se trouve trop rapidement en situation de surendettement au sens de l'art. 725 al. 2 CO, il serait envisageable de convenir, si le prêteur n'y est pas opposé, que le prêt sera postposé en cas de surendettement pour maintenir un certain ratio de fonds propres et étrangers (« *debt-to-equity ratio* »)²⁴⁸⁵. Avec cette nouvelle facette de subordination, on aboutit alors à un prêt convertible subordonné, ressemblant fortement à un prêt mezzanine.

1248

Le désavantage notoire est que, tant que la conversion n'est pas effectuée, l'investisseur ne possède pas de droits patrimoniaux autres qu'un éventuel intérêt, ni de droits sociaux, comme le droit de vote à l'assemblée générale. Il convient donc de régler, dans l'intervalle, les droits et obligations des parties plus en détails. En outre et d'un point de vue administratif, le prêt convertible reste relativement complexe à gérer²⁴⁸⁶. Il en va de même pour le prêt à option. En effet, en tant qu'ils dépendent principalement de la volonté du prêteur, leur exercice n'est pas prévisible : un prêteur renonçant à la conversion et demandant le remboursement peut signifier l'arrêt de mort de la société. Enfin, le statut hybride des prêteurs, qui sont des actionnaires en devenir, exige la remise de certaines informations et la mise en place d'obligations de confidentialité.

1249

Du point de vue de la société et des autres actionnaires (notamment le fondateur), il convient de noter ce qui suit : les prêts convertibles et à option accordés à une jeune société le sont à un taux d'intérêt faible (cf. N 1285) ; ils sont donc généralement considérés par la société, les fondateurs/*management*, comme une bonne affaire. Toutefois, il ne faut pas négliger l'effet de dilution future, lorsque le prêteur décide d'exercer son droit de conversion ou

1250

²⁴⁸³ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1086 ; Entretien avec M. BEAUMONT.

²⁴⁸⁴ Entretien avec M. HARFOUCHE.

²⁴⁸⁵ BANIK ET AL., p. 37 ; REHM, *Projektfinanzierung*, p. 164.

²⁴⁸⁶ Entretien avec M. BEAUMONT.

d'option²⁴⁸⁷. En effet, le prêteur n'est pas un prêteur ordinaire, mais un nouvel actionnaire potentiel. Cela doit absolument être pris en compte par le fondateur et le *management* lors de la décision de contracter un tel emprunt. Un aperçu de capitalisation devrait donc impérativement être rédigé et les futures parts du prêteur correctement calculées.

III. Quasi fonds propres

- 1251 Selon nous, la dette découlant du prêt à option ne devrait pas pouvoir être qualifiée, chez la société, de quasi fonds propres²⁴⁸⁸. En effet, dans un tel cas, la dette ne sera jamais convertie en fonds propres ; tout au plus, le prêteur pourra entrer au capital dans la mesure de ce qui a été convenu par les parties. En réalité, la dette à option n'est rien d'autre qu'une dette ordinaire, à laquelle un droit d'option est attaché.
- 1252 En ce qui concerne le prêt convertible, la question est plus délicate. En effet, les fonds détenus par la société sont, d'un point de vue formel, des fonds étrangers, puisque la société reste soumise à l'obligation de payer des intérêts et de rembourser le montant. Toutefois, le fait qu'il soit possible de convertir cette créance en capital propre, et éviter ainsi le remboursement de la dette, pourrait justifier une telle qualification. Cela est selon nous hors de question, en raison du fait que le prêteur est en droit de décider unilatéralement (et/ou à certaines conditions) s'il souhaite convertir sa dette en capital propre. Libre à lui de ne pas effectuer ladite conversion. La dette convertible possède un potentiel de conversion, certes, mais elle continue d'être qualifiée de fonds étrangers.
- 1253 À notre avis, il reste toutefois possible que la dette convertible puisse être qualifiée de quasi fonds propres, lorsque le prêteur possède l'obligation (et non le droit) de convertir dans un certain délai et/ou à certaines conditions²⁴⁸⁹. C'est généralement le cas lorsque l'utilisation du prêt convertible ou à option sert principalement à procurer les liquidités rapidement à la société, en évitant le respect des exigences formelles et matérielles liées à la prise de participation immédiate d'un nouvel investisseur. Dans ces cas-là, le prêt convertible possède un rôle de passerelle et d'antichambre, qui mènera ultimement à l'entrée au capital de l'investisseur. Pour que la qualification de quasi fonds propres soit valablement retenue, l'obligation de convertir doit, selon nous, en

²⁴⁸⁷ BEHR/WIRTH, p. 166 ; CHENAUX/PFISTER, p. 152.

²⁴⁸⁸ Comme c'est le cas de la dette mezzanine, cf. N 1332.

²⁴⁸⁹ HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 30s., par analogie aux *mandatory convertible bonds*.

tous les cas apparaît dès lors que la société se trouve en situation de surendettement (art. 725 al. 2 CO), par analogie à la subordination du prêt mezzanine qui doit valoir postposition (*cf.* N 1317 ss).

En dehors de ce qui précède, pour que la qualification de quasi fonds propres soit retenue, il est nécessaire que la dette sous-jacente au droit d'option ou de conversion remplisse les conditions de la dette mezzanine, que nous abordons dans les pages qui suivent.

1254

IV. Mise en œuvre

Il s'agit maintenant de déterminer comment le droit de conversion ou d'option doit être exercé et mis en œuvre. Les deux types de droits sont sensiblement similaires, si bien qu'un seul chapitre commun y sera consacré.

1255

A. Événement déclencheur

Il faut tout d'abord déterminer ce qui va déclencher le droit – ou *a contrario* l'obligation – d'exercer la conversion de l'option. Dans le financement de jeunes sociétés, il est usuel que le prêteur se réserve le droit (voire soit obligé) de convertir sa créance lorsqu'un investissement conséquent (dont le montant minimal est à définir) est effectué par un autre investisseur²⁴⁹⁰. On pourra aussi ajouter un délai de conversion, c'est-à-dire un laps de temps qui suit l'événement déclencheur, durant lequel le prêteur doit exercer son droit de conversion, respectivement d'option, s'il n'entend pas le perdre²⁴⁹¹. A noter qu'il est aussi imaginable de ne pas définir d'événement déclencheur ; le prêteur pourra alors exercer ses droits quand bon lui semble et selon son bon vouloir.

1256

B. Déclaration d'exercice

Le détenteur du droit d'option ou de conversion doit ensuite annoncer à la société qu'il entend exercer ledit droit. Il s'agit d'une déclaration unilatérale, soumise à réception ; c'est donc une condition potestative à l'exercice du

1257

²⁴⁹⁰ Entretien avec M. BEAUMONT.

²⁴⁹¹ KOLB/VOLKART, p. 962. Voir aussi FRICK, *Private Equity*, p. 305, qui distingue l'option européenne et l'option américaine, selon qu'elle doit être exercée à un moment précis ou dans un certain délai.

droit²⁴⁹². Les parties pourront définir sous quelle forme cette déclaration doit être faite. En ce qui concerne le droit de conversion, du fait qu'il s'agit d'une compensation, les règles relatives à la compensation (art. 120 ss CO) s'appliquent sauf stipulation contraire des parties ; il s'agit en effet de droit dispositif²⁴⁹³. Il est donc possible de prévoir précisément les modalités et conditions à remplir pour que le prêteur puisse valablement exercer son droit de conversion.

- 1258 Comme nous venons de le voir, il peut être prévu que le prêteur soit obligé de convertir. Il peut arriver, *a contrario*, que le prêteur renonce à exercer son droit d'option ou de conversion. Ce cas de figure se présentera essentiellement lorsque l'*upside* est compromis ou remis en question : cela peut être le cas lorsque la société n'est pas parvenue à atteindre ses objectifs de croissance ou que les investisseurs ne font plus confiance au *management* ou aux fondateurs pour remplir leurs promesses. En effet, si la jeune société s'est développée de façon optimale et que sa valeur a augmenté, ou que l'augmentation de valeur est aisément prévisible, le prêteur n'a aucune raison de renoncer à la conversion et de se désengager en récupérant uniquement son investissement initial. Simultanément, lorsque la jeune société va mal et qu'elle se trouve au bord de la faillite, il est bien plus opportun de posséder le statut de créancier que celui d'actionnaire ; cela permet en effet de produire dans la faillite et d'être désintéressé en priorité. A l'inverse, selon les cas, une entrée au capital pourrait permettre à l'investisseur de reprendre les choses en main et de remettre la société sur le droit chemin, dans la mesure où cela est encore possible et s'il pense en être capable.

C. Détermination du prix et de la quantité d'actions reçues

1. Prix

- 1259 Il s'agit en premier lieu de déterminer le prix de l'action (ou se mettre d'accord sur la manière dont ce prix sera déterminé) proposé au prêteur titulaire d'un droit de conversion ou d'option. En d'autres termes, il s'agit du montant que la société doit obtenir, par compensation ou par apport, pour remettre en contrepartie un titre de participation au prêteur. Ce prix sera convenu par les parties dans le contrat de prêt convertible ; il doit en tous les cas être déterminé ou déterminable (art. 2 al. 2 CO ; *cf.* par analogie N 911).

²⁴⁹² FRICK, *Private Equity*, p. 304 ss ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 190.

²⁴⁹³ ATF 126 III 361, JdT 2001 I 131.

Il peut correspondre à la valeur nominale des actions, ou à la valeur nominale majorée d'un agio, tenant compte de la valorisation de la société lors d'un prochain tour de financement par exemple²⁴⁹⁴. Dans un tel cas, il arrive que l'investisseur bénéficie d'un *discount*²⁴⁹⁵ (par exemple 10%) en raison de son engagement précoce. Par ailleurs, lorsque le prix se détermine selon la valorisation de la société, les parties devront choisir si c'est la valeur de la société au moment où le contrat de prêt est conclu qui fait foi, ou à l'inverse, au moment de l'exercice du droit de conversion/option.

1260

Lorsque le prix correspond à la valeur nominale majorée d'un montant supplémentaire, il s'agit, d'un point de vue comptable, d'un agio ordinaire²⁴⁹⁶, affecté à la réserve générale (art. 671 al. 2 ch. 1 CO). Il faut en tous les cas veiller au respect des exigences relatives à la libération et à l'interdiction d'émettre des actions au-dessous de leur valeur nominale. En ce qui concerne la libération partielle, elle est en principe possible, sauf lorsqu'elle concerne du capital conditionnel (art. 653a al. 2 CO).

1261

2. Quantité d'actions

Après avoir convenu du prix – par action – applicable au prêteur titulaire du droit de conversion ou d'option, il est en outre nécessaire de déterminer la quantité d'actions reçues par ledit prêteur²⁴⁹⁷, autrement dit la mesure dans laquelle les autres actionnaires seront dilués. Comme déjà explicité précédemment²⁴⁹⁸, la valeur nominale des actions reçues n'est pas relevante pour un tel calcul ; c'est bien plus la part (en pourcentage) du capital social que représentent les actions obtenues qui est déterminante. La quantité d'actions reçues sera donc déterminée selon le montant de la créance convertie proportionnellement à la valorisation de la société déterminée par les parties. En d'autres termes, les parties pourront convenir que le prêteur obtiendra, lors de la conversion intégrale de sa créance, un quart du capital de la société : peu importe, à cet égard, le nombre d'actions existantes, leur valeur nominale individuelle et la hauteur du capital-actions.

1262

Dans le cas du droit de conversion, après avoir déterminé le prix par action, il suffit de le comparer au montant de la créance pour connaître le volume de participation que le prêteur recevra. En déterminant le prix et la quantité

1263

²⁴⁹⁴ HÉRITIER LACHAT/CHENAUX, p. 1050.

²⁴⁹⁵ *Ibid.*

²⁴⁹⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 199 et les références citées.

²⁴⁹⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 304s.

²⁴⁹⁸ Cf. N 663.

d'actions reçues par le prêteur, on aboutit au taux de conversion (« *conversion rate* », « *Umwandlungsrate* »). Ce taux de conversion peut être fixe, ou dépendre de certaines conditions, événements (vente de la société, baisse de valeur de l'action dans des tours de financement suivants, etc.) ou du chiffre d'affaires²⁴⁹⁹.

- 1264 Pour le droit d'option, il convient absolument de préciser par avance la mesure dans laquelle le prêteur entrera au capital de la société, puisqu'il ne s'agit pas d'une simple compensation de la créance. Cela peut se faire en convenant du volume de participation maximal (et/ou minimal si nécessaire) que le prêteur peut acquérir (par exemple 15% du capital-actions *post-money*), ou en indiquant le montant total maximum de l'apport pouvant être effectué sous couvert du droit d'option (par exemple CHF 250'000, ou encore un multiple du prêt initial). Dans le second cas, la quantité d'actions remises dépendra évidemment du prix par action.

D. Aménagements divers

- 1265 Les parties disposent d'une grande liberté en ce qui concerne les modalités et l'aménagement du prêt convertible ou à option²⁵⁰⁰. Elles peuvent ainsi convenir que la conversion, ainsi que le taux de la conversion, ou le droit d'option, dépendront des progrès de la jeune société²⁵⁰¹ ; on se trouve alors dans un système de *milestones*. On peut aussi prévoir des conditions préférentielles en faveur de l'investisseur, lors de la conversion ou de l'exercice du droit d'option²⁵⁰². De manière similaire, l'on peut aussi imaginer que l'investisseur prête un montant relativement bas, mais doive effectuer un ou plusieurs nouveaux investissements plus importants, s'il souhaite pouvoir convertir sa créance ou exercer son droit d'option²⁵⁰³.
- 1266 En ce qui concerne le type d'actions, il s'agira en principe de titres nominatifs, en raison du désir de maîtriser le cercle actionnarial. En revanche, il est possible de convenir que le prêteur obtient des actions ordinaires, des bons de participation, des actions privilégiées ou à droit de vote privilégié²⁵⁰⁴. Selon nous, la remise de bons de jouissance suite à une compensation ou à un droit d'option n'est pas licite (cf. N 1362).

²⁴⁹⁹ BERGER MEYER/LEDERMANN, p. 447 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 199s.

²⁵⁰⁰ BERGER MEYER/LEDERMANN, p. 447.

²⁵⁰¹ REHM, *Projektfinanzierung*, p. 164.

²⁵⁰² Entretien avec M. DUCOMMUN.

²⁵⁰³ RIFFELMACHER, *Erfolgreiche Zusammenarbeit*, p. 179.

²⁵⁰⁴ Par analogie, DALLÈVES, *Obligation convertible*, p. 224.

Bien entendu, il serait possible d'ajouter au contrat prêt diverses obligations accessoires, que nous avons déjà eu l'occasion d'analyser, en y ajoutant une subordination par exemple. Il est aussi possible de convenir qu'il ne s'agit pas d'un droit de conversion mais réellement d'une obligation de conversion. Forcé à convertir, le prêteur ne possède alors plus le choix de convertir en fonction des événements et de ses intérêts, ce qui peut péjorer sa situation de manière conséquente.

1267

E. Exécution

Pour respecter ses engagements, la société doit remettre un certain nombre d'actions au prêteur, lorsque ce dernier exerce son droit d'option ou de conversion. Pour se faire, elle peut puiser dans sa réserve d'actions propres ou passer par le mécanisme de l'augmentation de capital (art. 650 ss CO). Il faut souligner que la société reçoit bien dans ses fonds propres, d'un point de vue comptable, le prix de vente des actions de la part du prêteur, que ce soit par l'apport du prêteur en cas d'option, ou par compensation lors de la conversion de la créance en capital, dans le cas du droit de conversion. Plus marginalement, il serait envisageable de remettre au prêteur des bons de jouissance auxquels sont attachés uniquement un droit de souscription préférentiel, lui permettant d'entrer au capital lors d'une augmentation de capital. Nous aurons l'occasion de revenir sur la validité d'un tel mécanisme dans les chapitres qui suivent (*cf.* N 1357 ss).

1268

1. Libération

Dans le cadre du droit de conversion, la libération par compensation doit figurer dans le rapport d'augmentation (art. 652e ch. 2 CO) : le conseil d'administration doit alors rendre compte, dans un rapport écrit, de l'existence de la dette et de la réalisation des conditions nécessaires à sa compensation. La libération par compensation n'est pas considérée comme un cas particulier d'apport en nature, mais comme une compensation au sens de la partie générale du CO (art. 120 ss CO)²⁵⁰⁵. Elle doit être inscrite au registre du commerce (art. 45 al. 2 lit. c *cum* art. 48 al. 2 ORC, ainsi que l'art. 50 al. 5 ORC). La libération par compensation doit intervenir au maximum « à hauteur de la valeur nominale de la créance »²⁵⁰⁶, et ce même si la société est situation de

1269

²⁵⁰⁵ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, art. 652c N 3 et 4a.

²⁵⁰⁶ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652c N 17. Voir aussi BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652c N 4 et les références citées.

perte de capital ou de surendettement (art. 725 CO)²⁵⁰⁷. En d'autres termes, il ne serait pas possible de remettre des actions d'une valeur nominale de CHF 100'000 au prêteur suite à la compensation d'une créance de CHF 75'000. Cela découle de l'interdiction de l'émission au-dessous du pair (art. 624 al. 1 CO). A l'inverse, il est tout-à-fait possible de compenser en dessus du pair : ainsi, à titre d'exemple, un prêteur pourrait obtenir des actions d'une valeur nominale de CHF 20'000 pour la conversion d'une créance de CHF 100'000. Dans un tel cas, la « prime par rapport à la valeur nominale »²⁵⁰⁸ est un agio qui sera affecté à la réserve dite générale (art. 671 CO et 959a al. 2 ch. 3 lit. b CO). C'est ce qui se fait régulièrement dans le cadre du financement de jeunes sociétés, où le montant de l'investissement correspond rarement à la valeur nominale des actions reçues (*cf.* N 655), à l'exception faite des apports effectués en vue d'assainir la société.

- 1270 Pour le droit d'option, il s'agit d'une libération ordinaire par apport en espèces (art. 633 et 653e al. 2 CO) qui a déjà été abordée précédemment (*cf.* N 653 ss). Il reste possible pour la société d'effectuer elle-même les apports, par le biais d'une augmentation de capital au moyen de ses fonds propres librement disponibles (art. 652d CO). Un tel mécanisme pourra être utilement mis en place pour les droits d'options accordés aux travailleurs²⁵⁰⁹.

2. Remise d'actions propres

- 1271 Le droit d'option ou de conversion peut être exécuté par la remise d'actions déjà existantes, détenues par la société²⁵¹⁰ ; on parle alors d'actions propres. Ainsi, dans un tel cas d'acquisition dérivée, l'entreprise peut utiliser sa réserve d'actions propres. Les trouver sur le marché ou auprès de personnes qui lui sont liées ne serait pas « économiquement rationnel » en raison du peu de moyens financiers dont la société dispose²⁵¹¹. Les limitations légales relatives à l'acquisition par la société de ses propres actions doivent en tous les cas être respectées (art. 659 CO ; *cf.* N 1089 ss).

²⁵⁰⁷ Relevons par ailleurs la théorie de la « *Werthaltigkeit* » développée par BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 138, pour les cas de libération par compensation intervenant dans le cadre de perte de capital ou de surendettement (art. 725 CO). Selon l'opinion isolée de l'auteur précité, il doit alors exister une « garantie de valeur » (« *Werthaltigkeit* ») de la créance compensante. Pour une critique de cette position, *cf.* CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652c N 18 et les références citées.

²⁵⁰⁸ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 625

²⁵⁰⁹ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 653e N 7.

²⁵¹⁰ FRICK, *Private Equity*, p. 310 et les références citées.

²⁵¹¹ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 229.

3. Augmentation de capital

Dans le cas d'une acquisition originaire, les actions doivent être formellement émises par la société, dans le cadre d'une augmentation de capital. Il s'agit de créer les actions qui doivent être remises au titulaire du droit. Du point de vue de la société, le capital étranger que représente le prêt convertible se transforme alors en capital propre en cas de conversion²⁵¹², respectivement de nouveaux fonds propres sont injectés dans la société en cas d'option, à titre d'apports. L'augmentation peut être ordinaire, autorisée ou conditionnelle. Dans les trois types d'augmentations, les actionnaires existants devront renoncer à leur droit de souscription préférentiel (cf. N 649 ss)²⁵¹³. Lorsque l'assemblée générale délègue au conseil d'administration le droit de supprimer le droit de souscription préférentiel, les motifs importants – en l'espèce, la mise en œuvre d'un droit de conversion ou d'option – doivent être mentionnés dans la décision de délégation pour que cette dernière soit valide²⁵¹⁴.

1272

a. Ordinaire

Nous avons déjà eu l'occasion de nous pencher sur l'augmentation ordinaire de capital dans la partie dédiée au financement par fonds propres (cf. N 637) et nous contenterons ici de préciser ce qui suit : le prêteur doit souscrire et libérer un certain nombre d'actions, soit par paiement du prix en cas d'option, soit par compensation en cas de conversion. L'assemblée générale doit accepter la suppression ou la restriction des droits de souscription préférentiels lors de l'augmentation de capital ordinaire, ce qui permettra la création des actions remises au prêteur. La décision de l'assemblée générale doit nécessairement indiquer le motif de l'augmentation du capital (par exemple la conversion d'une dette en capital), en raison de l'art. 650 al. 2 ch. 4 CO et de l'art. 47 al. 1 lit. e ORC, qui exigent tous deux que la décision fasse mention de la nature des apports. Par analogie avec ce qui vient d'être dit et à titre de transparence, nous sommes d'avis qu'un tel motif doit aussi figurer à l'ordre du jour transmis aux actionnaires lors de la convocation de l'assemblée générale (art. 700

1273

²⁵¹² BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 230 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 218.

²⁵¹³ Voir à ce sujet BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652b N 20 ss ; FRICK, *Private Equity*, p. 309. Dans le cas de l'augmentation autorisée, le droit de souscription préférentiel peut aussi être exclu pas le conseil d'administration, lorsque ce dernier y a été autorisé par l'assemblée générale. Cette exclusion doit rester impartiale ; elle ne peut profiter à certains actionnaires uniquement. cf. CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b N 9s.

²⁵¹⁴ Pour tout le paragraphe, BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 228s.

al. 2 CO) visant à l'augmentation de capital : il est admis que le degré de précision doit être suffisant²⁵¹⁵ et que la convocation doit fournir des « explications compréhensibles sur les points à l'ordre du jour et sur les propositions du conseil d'administration »²⁵¹⁶.

- 1274 Procéder à une augmentation de capital ordinaire, dans le seul but de faire entrer le prêteur au capital, n'est pas forcément idéal, en raison du temps perdu, des coûts engendrés et des formalités administratives. En tout état de cause, lorsque l'actionnariat des jeunes sociétés peut être rapidement réuni ; une telle augmentation peut être menée plus aisément. La flexibilité temporelle qu'offre le prêt convertible et à option quant à l'entrée au capital du prêteur, ainsi que la possibilité pour la jeune société d'obtenir les fonds rapidement, contrebalancent les arguments invoqués initialement. A notre sens, il est tout à fait envisageable, d'un point de vue juridique mais aussi pratique, de conclure plusieurs contrats de prêts convertibles ou à option, avec différents prêteurs, et de procéder à une augmentation de capital ordinaire visant à couvrir tous les droits de conversion ou d'option octroyés et exercés. Une augmentation de capital ordinaire sera d'ailleurs souvent exécutée au terme d'un tour de financement²⁵¹⁷, pour permettre l'entrée de nouveaux investisseurs, dont notamment les prêteurs convertibles ou à option.

b. Autorisée

- 1275 L'augmentation autorisée du capital peut être un processus fastidieux pour la société et ses organes, en raison des limites temporelles et pécuniaires²⁵¹⁸. En effet, l'augmentation du capital autorisée doit être effectuée dans les deux ans suivants la décision de l'assemblée générale (art. 651 al. 1 CO) et ne doit pas dépasser la moitié du capital de base existant (art. 651 al. 2 CO), qui est, lui, composé du capital-actions et du capital-participation, sans le capital conditionnel. L'un des avantages de l'augmentation autorisée est qu'il est possible de déléguer au conseil d'administration, par avance, la compétence de supprimer le droit de souscription préférentiel²⁵¹⁹. Il faut toutefois que les « conditions-cadres » de la suppression du droit soient fixées pour qu'une telle délégation

²⁵¹⁵ CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 700 N 18.

²⁵¹⁶ CSBP, N 3.

²⁵¹⁷ WENGER/SPECK, p. 181.

²⁵¹⁸ FRICK, *Private Equity*, p. 310.

²⁵¹⁹ ATF 121 III 219, JdT 1996 I 162 ; ATF 117 II 290, JdT 1992 I 318.

gation soit licite²⁵²⁰. Nous renvoyons, au surplus, à ce qui a été mentionné précédemment (cf. N 639).

Notons enfin qu'il peut être intéressant pour une jeune société de décider cumulativement d'une augmentation de capital autorisée et d'une augmentation conditionnelle, tout en gardant à l'esprit que chaque augmentation doit rester sous le seuil de la moitié du capital de base. Ainsi, l'on peut garantir les droits d'option et conversion du prêteur, mais aussi d'éventuels droits de participation des employés²⁵²¹, en profitant des deux limites quantitatives que présentent alors simultanément l'augmentation autorisée et l'augmentation conditionnelle, que nous abordons dans les lignes qui suivent.

1276

c. Conditionnelle

Le capital conditionnel (« *contingent capital* », « *bedingtes Kapital* ») est créé de manière préalable, pour permettre l'exercice des droits de conversion et/ou d'options de certains bailleurs de fonds, ainsi que la mise en œuvre des plans d'intéressements, fréquents chez les jeunes sociétés. Auparavant surtout utilisé par les sociétés cotées en bourse qui émettaient des obligations convertibles ou à option, le capital conditionnel intéresse désormais les jeunes sociétés, qui y recourent facilement, pour intéresser leurs travailleurs sous forme de titres de participation²⁵²² ou certains créanciers.

1277

Les actions nécessaires pour satisfaire les plans de participation et les droits de conversion ou d'option octroyés à certains investisseurs constituent le capital conditionnel. Il est fortement recommandé que le capital conditionnel, même s'il représente des actions non encore émises ni distribuées, soit pris en compte pour l'aperçu de capitalisation²⁵²³. La décision d'augmenter le capital de manière conditionnelle doit être prise avant l'émission du droit de conversion ou d'option, autrement dit avant la conclusion du contrat de prêt convertible ou à option²⁵²⁴. Les droits de conversion et d'option créés avant la décision de l'assemblée générale sont nuls, eu égard à l'augmentation du capital conditionnelle (art. 653b al. 3 CO). A cet égard, notons qu'il est possible – et même recommandé – de créer un capital conditionnel déjà lors de la fondation de la société.

1278

²⁵²⁰ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b N 10s.

²⁵²¹ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 228.

²⁵²² CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b N 17.

²⁵²³ Pour un exemple d'aperçu de capitalisation prenant en compte le capital conditionnel, cf. 669.

²⁵²⁴ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 229 ; EMCH ET AL., p. 691s.

- 1279 La décision de l'assemblée générale est prise à deux tiers des voix attribuées aux actions représentées et à la majorité absolue des valeurs nominales représentées (art. 704 al. 1 CO) ; elle est constatée par acte authentique²⁵²⁵. La loi pose uniquement une limite quantitative²⁵²⁶ : l'augmentation conditionnelle ne doit pas dépasser la moitié du capital-actions existant (art. 653a al. 1 CO). Par ailleurs, l'apport effectué (par conversion de la créance ou par l'apport du prêteur) ne peut pas être en dessous du pair (art. 653a al. 2 CO). Aucune limite temporelle n'est prévue par la loi ; libre toutefois à l'assemblée générale de poser un tel horizon temporel dans la base statutaire. Les actionnaires détermineront les « valeurs-cadre »²⁵²⁷ de l'augmentation conditionnelle, comme le précise l'art. 653b al. 1 CO. On pense notamment au type d'actions remises, aux bénéficiaires et à la suppression du droit de souscription préférentiel. Cette décision doit être prise à la majorité qualifiée (art. 704 al. 1 CO). L'art. 653c al. 2 précise qu'il faut un juste motif pour restreindre ou supprimer le droit de souscription préférentiel des actionnaires existants. On renvoie à ce qui a été dit à ce sujet dans la partie sur l'augmentation de capital autorisée (*cf.* N 639). Précisons tout de même que le souhait de garantir les droits de conversion ou d'option accordés à certains prêteurs (ou visant à exécuter les plans d'intéressement) est considéré comme un juste motif valable et proportionné²⁵²⁸. Le conseil d'administration sera ensuite seul compétent pour exécuter l'augmentation du capital ; il définira en particulier le « noyau du *pricing* », c'est-à-dire le prix d'émission, les conditions des droits d'option et de conversion et l'émission d'options indépendantes²⁵²⁹. Ultimement, le capital augmentera de plein droit « au moment et dans la mesure où le droit de conversion ou d'option est exercé » (art. 653 al. 2 CO). Des actions peuvent ainsi être mises en circulation continuellement²⁵³⁰.
- 1280 Selon la lettre de la loi, les actions provenant du capital conditionnel peuvent être acquises par deux catégories de personnes : les créanciers de nouvelles obligations d'emprunt ou semblables, ainsi que les travailleurs (art. 653 al. 1 CO). On s'aperçoit que la disposition précitée ne mentionne pas les créanciers ordinaires²⁵³¹. La lettre de l'art. 653 CO s'explique par le fait que

²⁵²⁵ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653b N 4 ; CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b N 6.

²⁵²⁶ FRICK, *Private Equity*, p. 310.

²⁵²⁷ STOFFEL, *Droits des actionnaires*, p. 10.

²⁵²⁸ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 229 ; CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652b N 18.

²⁵²⁹ STOFFEL, *Droits des actionnaires*, p. 11s.

²⁵³⁰ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 229 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 192.

²⁵³¹ Malheureusement, la doctrine reste muette sur cette problématique, préférant tenter de déterminer si le capital conditionnel peut être utilisé pour couvrir les options d'actionnaires.

l'introduction de cette disposition en 1992 était motivée par l'existence d'actions convertibles, qui étaient, elles, des créances incorporées dans un papier-valeur relatif à un emprunt par obligation selon l'art. 1156 CO²⁵³². Les obligations, courantes à l'époque, sont désormais plus rares dans le domaine du financement d'entreprises²⁵³³. A notre sens, il convient alors de nuancer la lettre de cet article²⁵³⁴ : les possibilités d'application du capital conditionnel sont en réalité bien plus larges que la lettre de l'art. 653 CO ne le laisse entendre. Ainsi, il est admis que les créanciers ordinaires²⁵³⁵, les fournisseurs, le conseil d'administration et même les actionnaires peuvent bénéficier d'une augmentation de capital conditionnelle²⁵³⁶. Le capital conditionnel peut en conséquence couvrir les options ou conversions de créanciers ordinaires²⁵³⁷ ; c'est, en tout état de cause, ce qui ressort de la pratique.

Le projet de révision du droit de la société anonyme n'a malheureusement pas clarifié la situation en ce qui concerne les créanciers ordinaires, puisque l'art. 653 P-CO accorde « en particulier, aux actionnaires, aux créanciers d'obligations d'emprunt ou d'obligations semblables, aux travailleurs ou aux membres du conseil d'administration [...] le droit d'acquérir des actions nouvelles ». Pour GERICKE, que nous suivons, ce n'est hélas pas encore suffisant²⁵³⁸ : en effet, les créanciers ordinaires (comme par exemple un fournisseur) ne figurent toujours pas explicitement dans cette nouvelle disposition, ce qui pourrait être interprété comme un silence qualifié. Nous jugeons donc judicieux de souligner la pratique et l'interprétation actuelle de l'art. 653 CO, qui risquerait, autrement, d'être d'anéantie par une codification trop restreinte, comme c'est le cas avec l'art. 653 P-CO.

1281

Sur ce dernier sujet, BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 653 N 17 ss ; CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 653 N 20 ss.

²⁵³² Message révision SA 1983, p. 813s.

²⁵³³ CR CO II(2008)-VENTURI/ZEN-RUFFINEN, art. 653 N 20s. ; PETER/JACQUEMET, p. 191.

²⁵³⁴ Du même avis, CR CO II(2008)-VENTURI/ZEN-RUFFINEN, art. 653 CO N 13, qui rejettent une interprétation strictement littérale.

²⁵³⁵ BSK OR II-ISLER/ZINDLER, Art. 653 N 13 : « *sowie ander Darlehensforderung [...] sofern die Wandel- oder Optionsberechtigung einfach überprüfbar ist* ».

²⁵³⁶ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 128 ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 72 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 682.

²⁵³⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 308.

²⁵³⁸ GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 129.

V. Droits sociaux

- 1282 Si le prêteur exerce son droit de conversion ou d'option, il devient alors actionnaire et obtient les droits sociaux, patrimoniaux et d'information liés à cette qualité. Nous renvoyons à ce qui a été explicité dans la troisième partie, concernant les droits des actionnaires dans le cadre du financement par fonds propres (*cf.* N 763 ss). En revanche, avant d'entrer au capital, le prêteur au bénéfice d'un droit de conversion ou d'option reste un prêteur. Il ne possède, légalement, aucun droit social à faire valoir envers la société. En particulier, il ne peut pas voter à l'assemblée générale, obtenir les informations remises aux actionnaires, ou encore prendre part aux séances du conseil d'administration.
- 1283 Selon les cas, cet état de fait peut s'avérer problématique : suivant ses motivations et attentes, le prêteur ne se contentera pas des maigres droits qui sont les siens, dans la phase qui précède l'exercice de son droit de conversion ou d'option. Alors qu'un ami ou un parent (trois F) pourraient se satisfaire de la perspective d'entrer un jour au capital, sans se soucier plus avant des aspects de gouvernance et de la marche des affaires, certains investisseurs plus chevronnés (on pense principalement aux *business angels* ou capital-risqueurs, qui utilisent fréquemment l'instrument du prêt convertible) exigeront un réaménagement des droits de prêteurs qui sont les leurs, eu égard à la direction de la société. Il convient de rester attentif au fait qu'il est toujours possible, pour une raison ou pour une autre, que le prêteur titulaire du droit de conversion ou d'option renonce à entrer au capital et se désengage après le remboursement. Il est donc préférable de ne pas octroyer un pouvoir trop grand à un potentiel « déserteur », et/ou de le faire entrer au capital de la société au plus vite. En particulier, si le prêteur bénéficie d'un droit aux renseignements étendus, il conviendra d'insérer des clauses de confidentialité et/ou de non-concurrence. Au surplus, nous renvoyons à ce qui a été dit précédemment au sujet de l'absence de droits sociaux du prêteur ordinaire et de son éventuel droit à l'information étendu (*cf.* N 316 et 476).

VI. Droits patrimoniaux

A. Remboursement

- 1284 Le prêteur n'aura le droit d'exiger le remboursement que lorsqu'il renonce à convertir. Le prêteur à option aura, quant à lui, droit au remboursement en tous les cas : son droit d'option peut être exercé indépendamment du remboursement, puisqu'il ne s'agit pas d'une conversion par compensation. Nous ren-

voyons le lecteur aux parties relatives au remboursement dans la partie dédiée au financement par fonds étrangers (cf. N 334).

B. Taux d'intérêt

Le taux d'intérêt sur un emprunt convertible ou à option est en général relativement faible en comparaison aux emprunts conventionnels des jeunes sociétés : on se trouve aux alentours de 5%²⁵³⁹. Ce taux peu élevé aura pour effet d'inciter le prêteur à convertir rapidement²⁵⁴⁰. Il s'explique aussi par le fait que le prêteur bénéficie de la possibilité de participer à un certain moment à la plus-value de la société²⁵⁴¹. Ce d'autant plus qu'il n'est pas avantageux pour la société d'être astreinte au paiement d'intérêts alors qu'elle a plus que jamais besoin de liquidités. En d'autres termes, pour les sociétés se trouvant encore dans le début de leur phase de croissance et/ou possédant des *cash-flows* instables, les emprunts à option peuvent se révéler extrêmement utiles, en tant qu'ils offrent un taux d'intérêt réduit²⁵⁴². A nouveau et comme précédemment abordé (cf. N 335), en vertu de la liberté contractuelle très vaste, les modalités et conditions des intérêts peuvent être ajustés à souhait. On pourrait notamment imaginer une renonciation aux intérêts échus lorsque le droit de conversion/d'option est exercé.

1285

Chapitre 3 : Prêt partiaire

I. Notion

Le prêt partiaire (« *profit/turnover related loan* », « *partiarisches Darlehen* ») est considéré par la doctrine comme un type de financement hybride²⁵⁴³. Il s'agit d'un contrat de prêt, prévoyant une participation du prêteur au béné-

1286

²⁵³⁹ Entretien avec M. BEAUMONT.

²⁵⁴⁰ Entretien avec M. BEAUMONT.

²⁵⁴¹ BEHR/WIRTH, p. 165s.

²⁵⁴² BEHR/WIRTH, p. 168.

²⁵⁴³ Rapport OPCC 2006, p. 33 ; BANIK ET AL., p. 38s. ; ETIQUE/VILLA, p. 249 ; DU PASQUIER/OBERSON, p. 209 ; VON STRENG ET AL., p. 650.

fice²⁵⁴⁴ réalisé par l'emprunteur²⁵⁴⁵, en l'espèce la jeune société. En d'autres termes, la rémunération du prêteur dépend « du succès de l'activité du débiteur »²⁵⁴⁶, en tant qu'elle est fonction du profit réalisé par la société²⁵⁴⁷. Peu commun en Suisse, ce type de mécanisme est plus courant en Allemagne²⁵⁴⁸.

- 1287 Le prêt partiaire trouve son socle dogmatique dans le prêt de consommation ; partant, il est réglé par les art. 312 ss CO²⁵⁴⁹. La doctrine parle à son égard d'un contrat bilatéral parfait²⁵⁵⁰. Les parties sont toujours les mêmes, à savoir le prêteur d'un côté et la jeune société de l'autre, dans le rôle de l'emprunteur. En général, les banques refuseront d'octroyer un crédit sous cette forme²⁵⁵¹. Lorsque la dette découlant du prêt partiaire est subordonnée et postposée aux autres dettes, alors il s'agit *a priori* d'un prêt mezzanine²⁵⁵². Comme nous le verrons dans le chapitre y consacré, les fonds obtenus devront alors vraisemblablement être considérés comme des quasi fonds propres.
- 1288 En pratique, le prêt partiaire ne se rencontre que rarement, voire jamais, lorsqu'il s'agit de financer une jeune société²⁵⁵³. Nous considérons qu'un tel instrument devrait être considéré plus sérieusement par les acteurs du financement, à l'instar du prêt mezzanine : tout comme le prêteur titulaire d'un droit de conversion ou d'option, le prêteur partiaire profite proportionnellement de la prise de valeur de la société par le biais d'un intérêt élevé : si tout va bien, il participe aux réjouissances ; si tout va mal, l'investisseur, en vertu de son statut de créancier, bénéficie de la protection des créanciers accordée par le droit des sociétés, et peut espérer récupérer une partie de ses fonds. Le prêt partiaire est, somme toute, très simple à mettre en place, du fait qu'il n'implique pas d'entrée au capital. Il ne nécessite pas non plus la convocation

²⁵⁴⁴ Ou participation/fonction du chiffre d'affaires et/ou du *cash-flow*. Dans un souci de concision et de légèreté, nous renonçons présentement à préciser cela systématiquement et nous limiterons à l'utilisation du terme « participation au bénéfice ».

²⁵⁴⁵ BERNET/DENK, p. 112 ; ENGEL, *Contrats*, p. 278 ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 74 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 35.

²⁵⁴⁶ RIGO, *Prêt partiaire*, p. 113.

²⁵⁴⁷ CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312 N 7.

²⁵⁴⁸ BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*, p. 71 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 364.

²⁵⁴⁹ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 362s. et les références citées ; RIGO, *Prêt partiaire*, p. 113.

²⁵⁵⁰ FRICK, *Private Equity*, p. 264s. et les références citées ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 160.

²⁵⁵¹ Entretien avec M. TINEMBART.

²⁵⁵² Relevons qu'en Europe, la subordination du prêt partiaire est bien plus fréquente qu'en Suisse, cf. BANIK ET AL., p. 39.

²⁵⁵³ Entretien avec M. DUTHEIL ; Entretien avec M. DÜNNER ; Entretien avec M. HARFOUCHE.

d'une assemblée générale ou la création d'un capital conditionnel, peut être conclu par le conseil d'administration très rapidement, et profite aux deux parties. Le bailleur de fonds profite de l'*upside* lorsque la société se développe et gagne en valeur, en obtenant un intérêt important sur son prêt, mais continue de bénéficier de la protection accordée aux créanciers, ce qui est bienvenu, notamment en cas de faillite. Du point de vue du fondateur ou d'autres investisseurs, le prêt partiaire permet d'éviter toute dilution sociale et de ne pas ouvrir le capital, ce qui représente là un point immensément positif²⁵⁵⁴. Une dilution patrimoniale est toutefois inévitable.

II. Inexistence de droits sociaux

Le prêteur partiaire, en tant qu'il devient uniquement créancier de la société, ne possède pas de droits sociaux, à l'instar d'un créancier ordinaire²⁵⁵⁵, et ne peut, de ce fait, exercer un quelconque contrôle sur la société²⁵⁵⁶. En conséquence, le prêteur partiaire ne peut pas s'immiscer de la conduite de l'affaire²⁵⁵⁷, ni dans les rapports internes ni dans les rapports externes²⁵⁵⁸. Il parviendra généralement à se ménager des droits patrimoniaux avantageux ainsi qu'un droit à l'information étendu²⁵⁵⁹. Nous renvoyons à ce qui a été dit à ce sujet dans le cadre du contrat de prêt ordinaire.

1289

III. Droits patrimoniaux

En dehors de la participation au bénéfice de la jeune société, les droits patrimoniaux sont sensiblement similaires à ceux du prêteur ordinaire. Nous ne reviendrons donc pas en détails sur ces derniers. Nous proposons toutefois d'analyser certains éléments particulièrement pertinents dans le cadre du prêt partiaire.

1290

²⁵⁵⁴ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 227 ; BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 354 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 184.

²⁵⁵⁵ BANIK ET AL., p. 39.

²⁵⁵⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 159.

²⁵⁵⁷ ATF 99 II 303, consid. 4a ; TF 4C.355/2004 du 15 février 2005 ; CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312 N 7 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 364 et la référence citée.

²⁵⁵⁸ TF 4C.355/2004 du 15 février 2005 ; CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312 N 7 ; ENGEL, *Contrats*, p. 278.

²⁵⁵⁹ BANIK ET AL., p. 39 et les références citées.

A. Remboursement intégral

- 1291 Dans le cadre d'un contrat de prêt partiaire, le prêteur attend un remboursement intégral du montant qu'il a prêté²⁵⁶⁰. Cela s'oppose au prêt convertible, où le prêteur convertit sa créance en participation au capital de la société.

B. Intérêt fixe

- 1292 Le contrat de prêt partiaire ne prévoit pas forcément un taux d'intérêt fixe²⁵⁶¹. La rémunération du prêteur peut toutefois se calculer, en partie, par un intérêt fixe s'il est stipulé, auquel s'ajoute la rémunération partiaire, calculée en fonction du profit réalisé par l'emprunteur²⁵⁶². Autrement dit, les parties pourront prévoir le paiement d'un intérêt fixe (mensuel ou annuel), en sus d'un intérêt aléatoire, en fonction du bénéfice²⁵⁶³. Dans un tel cas de figure, une partie de la rémunération du prêteur est ainsi fixée de manière ordinaire, par un montant arrêté ou un pourcentage du prêt octroyé. Toutefois, l'intérêt supplémentaire n'est alors versé que lorsque le chiffre d'affaires minimal convenu par les parties est dépassé²⁵⁶⁴. L'intérêt fixe est soumis aux limitations que nous avons abordées précédemment (cf. 339)

C. Participation au bénéfice

- 1293 En choisissant la voie du prêt partiaire, le prêteur a droit à une participation au bénéfice²⁵⁶⁵, participation qui peut être unique ou répétée (« *Gewinnbeteiligungszahlung* »²⁵⁶⁶). Plus précisément, la rémunération du prêteur (autrement dit, les intérêts dus par la société) est constituée, ou plutôt est calculée sur la base du bénéfice de la société²⁵⁶⁷, lorsque ce dernier est suffisant. Cette rémunération, dont on dit qu'elle est aléatoire²⁵⁶⁸ et pas fixe²⁵⁶⁹, s'élève généra-

²⁵⁶⁰ MEISTER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 102.

²⁵⁶¹ ATF 48 I 402 ; BERNET/DENK, p. 112 ; CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312 N 7 ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 74 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 35.

²⁵⁶² CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312 N 7.

²⁵⁶³ BANIK ET AL., p. 38.

²⁵⁶⁴ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 159.

²⁵⁶⁵ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 363, qui parle lui de « quote-part ».

²⁵⁶⁶ HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 32.

²⁵⁶⁷ CR CO I-BOVET/RICHA, art. 312 N 6 ; MEISTER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 102.

²⁵⁶⁸ ATF 99 II 303, JdT 1974 I 383 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 363.

²⁵⁶⁹ ENZ/RAVARA, p. 18. Nous nuancions toutefois cette affirmation dans la partie qui suit.

lement à quelques pourcents du chiffres d'affaires (1 à 2%)²⁵⁷⁰ ; un pourcentage plus élevé se justifierait au vu du risque important consenti par le prêteur (cf. N 344). Le montant est versé par la société, généralement à titre d'intérêt²⁵⁷¹. De cette manière, le bailleur de fonds étrangers participe tout de même à l'augmentation de la valeur de la société. L'avantage de ce mécanisme est qu'il n'entraîne aucune dilution des droits de sociétariat des autres actionnaires.

Les parties devront bien entendu convenir de la manière donc le calcul est effectué. On pourrait par exemple envisager que le prêteur partiaire et le fondateur apportent tous deux CHF 100'000, le premier par un prêt à la société et le second par un apport en capital. Ces mêmes parties pourraient ensuite convenir que la rémunération du prêteur partiaire correspondrait à la moitié du bénéfice réalisé sur les dix premières années. Il serait aussi possible de prévoir un taux d'intérêt minimum, bas de préférence, par exemple 2% par année, même si aucun bénéfice n'est réalisé²⁵⁷². Ou encore, le prêt partiaire peut être stipulé sans intérêt, avec uniquement une participation au bénéfice dégage²⁵⁷³ ; on pourrait même imaginer combiner un prêt partiaire avec un prêt convertible ou à option²⁵⁷⁴. Enfin, en cas de vente de la société, alors le sort du prêteur partiaire doit être réglé : il est possible de prévoir qu'il peut participer au produit de la vente des titres (cf. N 1324).

1294

Les possibilités d'aménagement sont à vrai dire quasi-infinies ; comme nous l'avons dit, la rémunération du prêteur peut être nulle, tout comme elle peut être disproportionnée par rapport au montant du prêt octroyé. Comme déjà mentionné, nous sommes d'avis que cela ne doit pas être considérés comme contraires aux mœurs (art. 20 CO, cf. N 344). Ainsi et par analogie avec le financement par fonds propres, lorsque le prêteur court un risque de perte totale de son investissement (notamment lorsque son prêt n'est pas garanti et qu'il fait l'objet d'une subordination qualifiée), mais que sa rémunération dépend uniquement du chiffre d'affaires de la société, alors des taux d'intérêt s'élevant à plusieurs multiples du montant prêté devraient être jugés acceptables. Dans de telles circonstances, un juge devrait donc faire preuve de rete-

1295

²⁵⁷⁰ WEBER, *Finanzierungen*, N 8 ch. 2.

²⁵⁷¹ Il ne peut pas s'agir d'une distribution de bénéfice sous formes de dividendes car le prêteur n'est pas actionnaire. En outre, il ne peut pas s'agir non plus de tantièmes, le prêteur n'étant pas « membre du conseil d'administration (art. 677 CO). Voir aussi à ce sujet, CR CO II-CHENAUX/GACHET, art. 677 N 7.

²⁵⁷² TF 4A_82/2017 du 5 octobre 2017.

²⁵⁷³ RJN 2000 79 du 8 mai 2000.

²⁵⁷⁴ VON STRENG ET AL., p. 650.

nue lorsqu'il est appelé à qualifier un taux d'intérêt élevé comme étant excessif.

1296 Certes, il est tout à fait possible que le bénéfice de la société soit bien plus élevé que prévu et que l'intérêt dû sur le prêt partiaire dépasse allégrement les limites s'appliquant aux intérêts excessifs (18%, voire plus, *cf.* N 343). Une telle éventualité est acceptée par les parties et le calcul de l'intérêt ne devrait en conséquence pas pouvoir être revu par le juge²⁵⁷⁵, d'autant plus que le financement de jeunes sociétés par prêt partiaire est extrêmement risqué, justifiant un retour sur investissement potentiellement disproportionné, à l'instar du financement par fonds propres. Nous arguons toutefois que l'engagement excessif (art. 27 CC) peut tout de même être invoqué par la société, lorsque la rémunération du prêteur partiaire pourrait mettre en danger « les bases de [l']existence économique » de la société²⁵⁷⁶. A notre sens, l'existence économique d'une jeune société serait mise en danger lorsqu'elle est contrainte d'utiliser la majeure partie de son bénéfice pour rétribuer le prêteur partiaire, en raison de son besoin de liquidités et de développement. Nous sommes donc d'avis qu'un intérêt annuel supérieur correspondant à plus de 50% du bénéfice net doit être considéré comme abusif. En outre, c'est aussi d'un point de vue temporel que les intérêts pourraient être considérés comme excessifs : par exemple, lorsque le prêteur partiaire se ménage un intérêt annuel raisonnable (par exemple 2% du bénéfice) mais sur une durée extrêmement longue (par exemple 20 ans). Ce n'est pas un montant ponctuel qui serait alors remis en cause, mais la répétition d'un tel paiement, qui pourrait être considérée par un juge comme excessive. Nous sommes d'avis qu'une rémunération partiaire ne devrait pas aller au-delà de dix ans²⁵⁷⁷, après le remboursement.

1297 En tout état de cause et pour éviter de futurs litiges, les parties seront avisées de limiter la rémunération maximale à laquelle peut prétendre le prêteur partiaire, par le biais d'un plafond (par exemple un million de francs, ou un multiple du montant prêté initialement), et alternativement ou cumulativement, par une limitation temporelle (par exemple pendant les cinq premières années où un bénéfice est réalisé). A l'instar de ce que propose WEBER, on peut aussi imaginer un taux d'intérêt appliqué par tranches : aucun intérêt n'est dû lorsque le chiffre d'affaires est de CHF 1 mio ou moins, mais s'élève à 2% sur la tranche entre CHF 1 et 3 mio, à 1.5% entre CHF 3 et 5 mio, à 1% entre CHF 5 et 10 mio, et ainsi de suite²⁵⁷⁸.

²⁵⁷⁵ Du même avis, VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 646.

²⁵⁷⁶ ATF 123 III 337, consid. 5.

²⁵⁷⁷ ATF 114 II 159, JdT 1989 I 2 ; GERHARD, *Exit*, p. 127, KÜHNI, *Exitregelungen*, p. 168.

²⁵⁷⁸ WEBER, *Finanzierungen*, N 8 ch. 2.

D. Pas de participation aux pertes

Il est possible qu'un contrat de prêt partiaire soit qualifié de contrat de société simple, en raison de l'union de ressources et d'efforts en vue d'atteindre un objectif déterminé (art. 530 al. 1 CO), à savoir l'obtention d'un bénéfice suffisant. La question ne se pose toutefois que lorsqu'il a été convenu que le prêteur participerait aux pertes. Comme le relève, à raison, notre Haut Cour, sans désir de participer aux pertes, il « manque [au prêteur partiaire] l'*animus societatis*, soit la volonté de mettre en commun des biens, ressources ou activités en vue d'atteindre un objectif déterminé, d'exercer une influence sur les décisions et de partager non seulement les risques et les profits, mais surtout la substance même de l'entreprise »²⁵⁷⁹. Lorsque la participation aux pertes est convenue, cela « constitue un indice de poids » pour retenir la société simple²⁵⁸⁰. En outre, un droit de regard dans l'entreprise concernée, allant au-delà d'un contrôle usuel, sera un indice tendant à l'application du régime de la société simple des art. 530 ss CO²⁵⁸¹. Le Tribunal fédéral a cependant déclaré en 1973 que le simple fait pour le prêteur de participer aux risques et pertes ne permet pas à lui seul de fonder un contrat de société simple²⁵⁸².

1298

En l'espèce, dans le cadre du financement d'une jeune société, la question ne se posera pas car il va de soi que le prêteur partiaire ne souhaitera pas participer aux pertes ou subordonner sa créance²⁵⁸³, ni ne renoncera à son droit de participer au produit de liquidation²⁵⁸⁴. Si le prêteur souhaite réellement augmenter son *downside risk* de la sorte, alors il lui est recommandé d'entrer au capital et, à défaut, de renoncer à l'investissement. Au vu de ce qui précède, dans le cas du financement d'entreprises, la qualification de société simple ne pourra pour ainsi dire jamais être retenue, ce qui rend la question précitée vide de sens.

1299

IV. Droit à l'information

Contrairement au prêt ordinaire, où le prêteur ne possède que peu ou pas de droits d'information ou de surveillance, il est nécessaire que le prêteur par-

1300

²⁵⁷⁹ ATF 99 II 303, consid. 4a.

²⁵⁸⁰ RIGO, *Prêt partiaire*, p. 113.

²⁵⁸¹ RAPP, *Droit commercial 2011*, p. 191.

²⁵⁸² ATF 99 II 303, JdT 1974 I 383. Jurisprudence confirmée dans TF 4A_509/2010 du 11 mars 2011.

²⁵⁸³ Par analogie, BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*, p. 66s. ; BERNET/DENK, p. 112 ; ENZ/RAVARA, p. 18.

²⁵⁸⁴ ENZ/RAVARA, p. 18 ; MEISTER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 102.

taire puisse vérifier que le calcul de sa rémunération est correct. En effet, pour déterminer sa rémunération, en tant qu'elle est liée au bénéfice de la société, il doit nécessairement avoir accès à certains documents : on pense notamment au bilan de la société. La mesure dans laquelle il pourra avoir accès à certaines informations dépendra de l'activité de l'emprunteur²⁵⁸⁵. À notre avis, on peut valablement limiter le droit à l'information du prêteur partiaire en recourant à un expert tiers, lié par des clauses de confidentialité strictes. Cet expert bénéficiera d'un accès plus large aux informations, permettant ensuite de certifier au prêteur partiaire que sa rémunération a été correctement calculée.

- 1301 En présence d'un prêt partiaire, et sans autre information, VON SALIS-LÜTOLF propose d'appliquer l'art. 322a CO concernant la participation du travailleur au résultat de l'exploitation, au prêteur partiaire et par analogie, pour déterminer les renseignements que le prêteur peut prétendre recevoir et le devoir de confidentialité auquel il est soumis²⁵⁸⁶. Cette position doit être suivie : en effet, le droit à l'information réduit du prêteur ordinaire s'explique par le fait que le taux d'intérêt n'est pas fonction du bénéfice de la société. Le mécanisme contractuel partiaire n'est, en conséquence, pas abordé par la loi, lorsqu'elle règle le contrat de prêt (art. 312 ss CO) : pour assurer au prêteur qu'il sera, en l'absence de disposition expresse des parties, apte à se déterminer sur l'exactitude du calcul de sa rémunération.
- 1302 Ce qui précède ne fait pas encore l'objet d'un intérêt doctrinal particulier. En conséquence, pour éviter l'application de dispositions inattendues, il est recommandé aux parties de bien s'entendre et de préciser expressément qu'elles souhaitent passer un contrat de prêt partiaire, de régler attentivement leurs droits et obligations respectives, en particulier le droit à l'information en ce qui concerne le calcul de l'intérêt. En pratique, il serait largement imaginable d'octroyer au prêteur partiaire un droit de regard, par exemple sur le bilan ou le compte de résultats de la société, en caviardant certaines informations sensibles, au besoin.

²⁵⁸⁵ ATF 99 II 303, consid. 4a : « [I]e prêteur, pour être à même de vérifier l'exactitude du calcul de sa rémunération, jouit d'un certain droit de surveillance sur l'activité de l'emprunteur ».

²⁵⁸⁶ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 160.

Chapitre 4 : Prêt mezzanine

Le financement hybride peut s'effectuer sous la forme d'un « prêt mezzanine » (ou financement mezzanine, « *mezzanine financing* », « *Mezzanine Finanzierung* »)²⁵⁸⁷. Encore aujourd'hui, il est controversé de savoir ce qui peut réellement être qualifié de prêt mezzanine²⁵⁸⁸ ; nous tentons, dans les paragraphes qui suivent, d'apporter une définition concrète et d'en préciser les éléments majeurs et caractéristiques.

1303

I. Notion

A. Définition

Le terme de mezzanine nous vient de l'architecture de la Renaissance et du Baroque. Il s'agissait d'une plateforme se trouvant entre deux étages d'un bâtiment. C'est en raison de cette notion de structure intermédiaire que le terme de mezzanine est utilisé dans le contexte du financement d'entreprises²⁵⁸⁹.

1304

Concrètement, le prêt mezzanine est un prêt subordonné à la dette *senior* (cf. N 485), accompagné d'une *equity kicker*, et qui n'est en principe pas garanti ; il est donc particulièrement risqué, à l'instar d'un financement par fonds propres²⁵⁹⁰. Le prêteur mezzanine bénéficie d'une perspective d'entrée au capital tout en acceptant en contrepartie que sa créance soit subordonnée et postposée aux autres, notamment en cas de surendettement et de faillite, et ne

1305

²⁵⁸⁷ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 1 ; BEHR/WIRTH, p. 161.

²⁵⁸⁸ BANIK ET AL., p. 11 ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 75. Nous tenons ici à rappeler qu'une partie de la doctrine utilise de manière interchangeable les termes de financement mezzanine et financement hybride, comme nous l'explicitons dans la section suivante.

²⁵⁸⁹ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 2 ; BERNET/DENK, p. 108.

²⁵⁹⁰ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 224 ; BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*, p. 560 ; BEHR/WIRTH, p. 162 ; BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 41 ; BRODA, *Mezzanine finance*, p. 977 ; ENZ/RAVARA, p. 8 ss ; FRICK, *Private Equity*, p. 302 ; HOFSTETER/STEINBRECHER, p. 937 ; HÜNERWADEL/TRANCHET, p. 365 ; MÜLLER-KÄNEL, *Mezzanine*, p. 19s. ; SERVATIUS, *Covenants*, p. 27. Relevons par ailleurs que le financement mezzanine, lorsqu'il concerne des sociétés matures, utilise des instruments de financement bien plus diversifiés et complexes (*step-up perpetuals securites*, *high yield bonds*, *ECAPS*, etc.) sur lesquels nous ne nous attarderons pas. Pour approfondir la question, cf. BANIK ET AL., pp. 33-50.

soit de surplus pas garantie. On s'aperçoit que son statut de créancier et les droits y attachés ressemblent étrangement à celui d'un actionnaire, raison pour laquelle on qualifie, en principe, la dette mezzanine de quasi fonds propres, notion sur laquelle nous reviendrons.

- 1306 Il convient de préciser qu'en pratique, le prêt mezzanine est encore peu utilisé pour financer les jeunes sociétés²⁵⁹¹ : des instruments plus connus, souvent plus faciles à comprendre et à mettre en œuvre pour les parties, comme l'entrée au capital ou le prêt convertible, sont privilégiés. C'est vraisemblablement pour cela que certains auteurs déclarent que le prêt mezzanine n'est pas destiné au financement de jeunes sociétés²⁵⁹². A l'instar d'une partie de la doctrine²⁵⁹³, nous considérons que, même si le prêt mezzanine peut effectivement servir au financement de sociétés matures, par exemple avant leur entrée en bourse ou en cas de *turnaround*, il peut tout de même s'avérer utile et adapté au financement d'une jeune société (notamment durant le *early stage*²⁵⁹⁴ ou au creux de la vallée de la mort, cf. N 60), où l'importance des fonds propres et quasi fonds propres est décuplée. A cela s'ajoute le fait que le prêt mezzanine est extrêmement modulable et peut facilement s'adapter aux besoins de financement d'une jeune société et aux exigences du bailleur de fonds²⁵⁹⁵ : ce type de financement devrait donc se démocratiser à l'avenir. On pourrait notamment imaginer l'implémentation d'un tel financement dans le cadre du financement participatif ou par levées de fonds cryptographiques.

B. Historique

- 1307 Le financement mezzanine s'est tout d'abord développé aux États-Unis, au début des années 1980²⁵⁹⁶. Il est aujourd'hui de plus en plus pratiqué en Suisse

²⁵⁹¹ Entretien avec M. DUCOMMUN ; Entretien avec M. DÜNNER. Pour des cas concrets de mise en place de mezzanine, cf. BANIK ET AL., p. 59 ss. En Allemagne, les choses sont bien différentes, puisque le prêt mezzanine est l'un des outils de financement utilisés par les sociétés de capital-risque, cf. SERVATIUS, *Covenants*, p. 27.

²⁵⁹² BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*, p. 561 ; ENZ/RAVARA, p. 12 ; LEDERMANN, *Financement des PME*, p. 6 ; WENGER/SPECK, p. 176.

²⁵⁹³ Notamment BCGE, *Financement des entreprises*, p. 15 ; HOFER, *Start-up*, p. 23s. ; WEBER, *Rechtsprobleme*, p. 29. Voir aussi la position plus nuancée de BANIK ET AL., p. 15, qui parlent de « *Wachstumsfinanzierung* ».

²⁵⁹⁴ BANIK ET AL., p. 18.

²⁵⁹⁵ La BCGE précise d'ailleurs que des financements mezzanine dans la phase de croissance et d'expansion d'une jeune société sont possibles, cf. BCGE, *Financement des entreprises*, p. 15.

²⁵⁹⁶ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 1 ; ENZ/RAVARA, p. 13.

et en Europe²⁵⁹⁷, parfois lors des phases de croissance d'une jeune société (« *growth financing* », « *Wachstumsfinanzierung* »), mais aussi pour le financement d'acquisition, par exemple en cas de MBO, de LBO, de *turnaround* ou avant une entrée en bourse (« *bridge financing* », « *Überbrückungsfinanzierung* »)²⁵⁹⁸. On possède cependant peu de données à propos de la fréquence et de l'importance de financement mezzanine. En cause, les innombrables possibilités d'aménagement ainsi que les différentes dénominations utilisées²⁵⁹⁹ ; en outre, le financement mezzanine découle principalement de rapports contractuels, dont les détails ne figurent pas au registre du commerce.

C. Terminologie

Il n'existe pas de définition officielle de la mezzanine²⁶⁰⁰, et ce malgré les mentions fréquentes de ce terme par la doctrine, ce qui mène à certaines confusions malvenues. Le terme de prêt mezzanine est, à notre avis, encore trop souvent galvaudé : il se recoupe fréquemment avec la notion de financement hybride, la doctrine spécialisée tendant malheureusement à ne pas les distinguer et à les considérer comme des termes interchangeables²⁶⁰¹. En cause, l'idée que tout financement hybride, se trouvant à cheval entre le financement par fonds propres et par fonds étrangers, constitue une « mezzanine », c'est-à-dire un étage intermédiaire entre les deux types de financement.

1308

Il est envisageable de différencier la mezzanine au sens large et au sens strict, comme le font certains auteurs²⁶⁰² : au sens large, il s'agit de toutes les formes et variantes du financement hybride ; au sens strict, il s'agit uniquement du prêt subordonné accompagné d'un *equity kicker* et non-garanti. Cette solution, quoiqu'intéressante, n'est pas idéale, puisqu'elle continue d'utiliser un terme identique pour des notions différentes, si bien que nous ne nous y rallions pas.

1309

²⁵⁹⁷ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 1 ; BRODA, *Finanzierungsalternativen*, p. 468s. ; KASERER/ACHLEITNER, p. 827.

²⁵⁹⁸ BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*, p. 560 ; BRODA, *Mezzanine finance*, p. 977 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 937.

²⁵⁹⁹ ENZ/RAVARA, p. 13.

²⁶⁰⁰ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 74.

²⁶⁰¹ Cf. Rapport OPCC 2006, p. 33 ; BANIK ET AL., p. 1 ss et 16 ; BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 40s. ; KASERER/ACHLEITNER, p. 823 ; MEISTER, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 99 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 120.

²⁶⁰² À l'instar de BANIK ET AL., pp. 33 et 42 ; GLANZMANN, *Rangrücktritt*, p. 6 ss ; HONGLER, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 6s. et les références citées. Voir aussi BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 41, qui choisit quant à lui de parler de « financement hybride au sens large » pour englober tous les instruments à cheval entre fonds propres et fonds étrangers ; autrement dit, le financement mezzanine est le financement hybride au sens strict.

1310 La présente thèse, qui a pour objectif de clarifier les notions et les principes régissant le financement de jeunes sociétés, espère aussi distinguer et éclaircir les termes ne faisant pas l'objet d'un consensus, parfois encore utilisés de manière générique, imprécise ou simplement trop large. Après avoir attentivement étudié la question, nous aboutissons à ce qui suit : dans le présent travail, une distinction claire sera effectuée entre le financement hybride et le financement mezzanine. Alors que le financement hybride désigne tout type de financement ayant à la fois des caractéristiques typiques du financement par fonds propres et du financement par fonds étranger, le prêt mezzanine (ou « financement ou dette mezzanine ») doit être compris comme étant un type particulier de financement hybride, qualifié de quasi fonds propres, en raison d'une subordination qualifiée de la dette, de la présence d'un *equity kicker* et de l'absence usuelle de garanties. Nous renonçons donc à l'utilisation du terme « financement mezzanine » comme synonyme de « financement hybride »²⁶⁰³.

II. Caractéristiques

1311 Lorsque l'on analyse les caractéristiques du prêt mezzanine, on comprend rapidement pourquoi il s'agit d'un moyen de financement hybride : en premier lieu, l'emprunteur doit rembourser un certain montant au prêteur, et ce dans un certain délai. Mais il peut aussi négocier son éventuelle entrée au capital ; cela se fait à l'aide d'un *equity kicker*. Cette perspective alléchante est compensée par le fait que la dette mezzanine est subordonnée à la dette *senior* et n'est, généralement, pas garantie. C'est aussi pour ces raisons que la dette mezzanine donne droit au paiement d'intérêts souvent plus élevés qu'en cas de prêt ordinaire²⁶⁰⁴. Pour toutes ces raisons, le risque pris par le prêteur mezzanine est accru ; on considère usuellement le prêt mezzanine comme faisant partie du capital-risque de la société²⁶⁰⁵, à titre de quasi fonds propres. Nous nous proposons d'approfondir les différentes caractéristiques susmentionnées dans les lignes qui suivent.

²⁶⁰³ Voir aussi VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 120, ndbp 253, qui relève la même problématique, mais qui choisit lui d'utiliser le terme mezzanine pour désigner toute forme de financement hybride, réservant du reste le terme de « prêt subordonné ». Nous ne suivons pas cet auteur : selon nous, un prêt mezzanine n'est pas un simple prêt subordonné, il doit être postposé, accompagné notamment d'un *equity kicker* et ne pas être garanti.

²⁶⁰⁴ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 224.

²⁶⁰⁵ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 119s.

A. Subordination

L'une des caractéristiques essentielles de la mezzanine est la subordination du prêt : la dette mezzanine est subordonnée à la dette *senior*²⁶⁰⁶, qui est, elle, en principe un emprunt bancaire, mais potentiellement tout autre emprunt. Nous verrons cependant qu'en cas de faillite ou de surendettement, la situation n'est pas aussi claire qu'il n'y paraît.

1312

1. Notion

La subordination est le fait de subordonner le remboursement d'une dette à une ou plusieurs autres. En conséquence, le remboursement de cette dette ne s'effectue qu'après le remboursement des fonds étrangers, mais reste prioritaire face au capital propre²⁶⁰⁷. La subordination a pour effet de renforcer le caractère hybride de la dette qu'elle accompagne, puisqu'elle affaiblit le droit au remboursement du prêteur. Ainsi, même si le prêteur subordonné est prioritaire face aux actionnaires²⁶⁰⁸, il est péjoré face aux autres créanciers.

1313

On nomme la dette subordonnée « *subordinated debt/loan* » ou plus simplement « *junior debt/loan* »²⁶⁰⁹. Cette subordination prend toute son importance en cas de faillite, concordat ou de liquidation suivant la dissolution (art. 736 CO)²⁶¹⁰ : on doit alors parler de subordination valant postposition. En raison, notamment, de cette subordination valant postposition, la dette mezzanine est qualifiée de « capital propre économique » ou de quasi fonds propres, quand bien même elle est considérée comme des capitaux étrangers du point de vue juridique et fiscal²⁶¹¹ (cf. N 1332).

1314

Les clauses concernant la subordination de la dette mezzanine à la dette *senior* peuvent être intégrées directement dans le contrat de prêt mezzanine. Cepen-

1315

²⁶⁰⁶ BEHR/WIRTH, p. 162 ; FRICK, *Private Equity*, p. 302 ; HÜNERWADEL/TRANCHET, p. 365 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 300.

²⁶⁰⁷ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 225 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 598 ; HÜNERWADEL/TRANCHET, p. 365.

²⁶⁰⁸ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 362.

²⁶⁰⁹ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 224s. ; BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 350 ; BRODA, *Mezzanine Finance*, p. 977 ; FRICK, *Private Equity*, p. 302.

²⁶¹⁰ BERNET/DENK, p. 112 ; BRODA, *Mezzanine Finance*, p. 978 ; MEISTER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 104 ; PRATTER/EICHENBERGER, p. 651 ; SWISSBANKING, *Unternehmensfinanzierung*, p. 19 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 300 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 126.

²⁶¹¹ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 3 ; BERNET/DENK, p. 108s. ; ENZ/RAVARA, p. 8 ; HÜNERWADEL/TRANCHET, p. 365 ; PRATTER/EICHENBERGER, p. 650 ss.

nant, dans un tel cas, le *senior lender* ne dispose d'aucune garantie lui assurant que ce genre de clause – entre le *junior lender* et la société – ne sera pas assouplie ou tout simplement abrogée par le futur. Ainsi, le *senior lender* et le prêteur mezzanine peuvent convenir contractuellement d'une telle subordination. C'est ce que l'on nomme un *inter-creditor agreement*²⁶¹².

- 1316 En cas de défaut de paiement par la société (qu'il s'agisse du remboursement ou du paiement des intérêts) le prêteur doit se manifester s'il entend faire valoir ses droits et/ou résilier le contrat, car il s'agit d'un *event of default*. Il est envisageable que la subordination ait un effet sur le délai à respecter avant de pouvoir invoquer le défaut de paiement. On pourra insérer une clause obligeant le *junior lender* à attendre un certain temps – en général 90 jours, voire parfois plus – après l'*event of default* déclenché par le créancier prioritaire. On nomme cela une *standstill period*²⁶¹³. Autrement dit, la subordination peut aussi avoir un effet temporel dans les cas de défaut de paiement²⁶¹⁴.

2. Surendettement

- 1317 Certains auteurs prennent un raccourci malencontreux en considérant que la subordination d'une dette vaut postposition au sens de l'art. 725 CO²⁶¹⁵ : ainsi, la dette mezzanine ne devrait, selon eux, pas être prise en compte pour le calcul d'un éventuel surendettement. Nous sommes d'avis qu'il est essentiel d'effectuer une distinction terminologique importante : la simple subordina-

²⁶¹² BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 351 ; GLANZMANN, *Rangrücktritt*, p. 8 ss.

²⁶¹³ Pour tout le paragraphe, BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 352.

²⁶¹⁴ HÜNERWADEL/TRANCHET, p. 365.

²⁶¹⁵ Cf. FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 362 : « [le prêt de nature subordonnée] se caractérise par [son] remboursement en cas de faillite. » ; LÉVY, *Postposition*, p. 1306 : « la postposition de créance, dite aussi 'subordination de créance' [...] » ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 598 : « en cas de faillite, [l]es emprunts [convertibles] sont placés à un rang inférieur à celui des autres engagements de la société [...] » ; SPECK in *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 37 : « if subordinated, loans are treated economically as equity; i.e. the lenders agree to be paid, in the worst case of bankruptcy, as the very least in the same category as the shareholders. With subordinated loans, the board is not required to file for bankruptcy. Hence, subordination is not required by law, but may help the board in the future when structuring the loan » ; VON STRENG ET AL., p. 652 : « par un prêt subordonné, l'investisseur - et créancier - renonce par contrat à faire valoir sa prétention vis-à-vis de la société avant que d'autres créanciers ne soient désintéressés, notamment en cas de faillite ou de liquidation ». Selon nous, une des raisons à cette confusion est le manque d'uniformité terminologique dans la doctrine suisse-alsacienne. Ainsi, les termes *Rangrücktrittsdarlehen*, *Nachrangdarlehen*, *subordiniertes Darlehen* sont malheureusement souvent utilisés de manière interchangeable, cf. BANIK ET AL., p. 37.

tion est le fait pour un créancier d'accepter que sa créance ne soit payée qu'après le remboursement d'autres créances, alors que la postposition de créances, quant à elle, est le fait pour un créancier d'accepter que sa créance soit placée à un rang inférieur à celui des créanciers ordinaires, en cas de situation de surendettement (art. 725 al. 2 CO), et donc potentiellement de faillite ou de liquidation de la société débitrice²⁶¹⁶. En cas de liquidation, les créances postposées se situent « entre les créances ordinaires et les prétentions des actionnaires »²⁶¹⁷. En d'autres termes, la postposition est un cas particulier de subordination prenant place pendant un surendettement puis durant la faillite ou la liquidation subséquente de la société ; on rencontre parfois le terme de « subordination qualifiée »²⁶¹⁸.

En pratique, il est extrêmement rare que le prêt mezzanine puisse être considéré comme un accord de postposition²⁶¹⁹, autrement dit qu'il constitue une subordination qualifiée. Le prêt mezzanine devrait donc remplir les conditions d'un accord de postposition²⁶²⁰ pour qu'il soit valablement postposé, à savoir :

1318

1. **Engagement inconditionnel et irrévocable** : c'est en principe le cas des prêts mezzanine.
2. **Valant en cas de faillite** : mais aussi en cas d'homologation d'un concordat par abandon d'actifs (art. 317 ss LP) ou de sursis concordataire (art. 293 ss LP).
3. **Subordination à toutes les autres dettes sociales ordinaires** : le prêt mezzanine n'est pas toujours subordonné à toutes les dettes sociales ; il faudra donc préciser que c'est le cas en situation de surendettement et dans la mesure de l'insuffisance financière, pour que le prêt mezzanine soit valablement postposé.
4. **Absence de garanties** : le prêt mezzanine ne doit pas être garanti à l'aide de valeurs patrimoniales de la société s'il entend être assimilé à un accord de postposition. Les cautionnements ou déclarations de ga-

²⁶¹⁶ Avec des positions identiques, BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 57 ; CHENAUX/PFISTER, p. 156 : « [à] la différence d'une simple subordination, la postposition confère un sursis au remboursement aussi longtemps que la société est surendettée au sens de l'article 725 alinéa 2 CO. ».

²⁶¹⁷ CHENAUX/PFISTER, p. 156.

²⁶¹⁸ FRICK, *Private Equity*, p. 302.

²⁶¹⁹ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 231.

²⁶²⁰ Pour ce qui suit, cf. le commentaire du modèle-type de convention de postposition de la Chambre fiduciaire suisse par HARI, *Postposition*, N 3, ainsi que BAHAR, *Créanciers*, p. 488 ; BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 231 ss ; BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 1846 ; CR CO II-PETER/CAVADINI, art. 725 CO N 50 ; GLANZMANN, *Darlehensvertrag*, p. 123 ss et les références citées. Voir aussi l'excellente analyse de CHENAUX/PFISTER, pp. 156-164.

ranties données par des tiers (par exemple le fondateur) au prêteur mezzanine restent cependant réservés²⁶²¹.

5. **Sursis au remboursement de la créance en cas de surendettement :** très souvent, le prêt mezzanine prévoit uniquement une « subordination simple » de la créance, mais pas un réel sursis au remboursement de ladite créance²⁶²². Dans le cadre d'un accord de postposition en cas de surendettement, le sursis au remboursement doit exister même si la faillite n'est pas ouverte (« *Rangrücktritt mit Stundung* »)²⁶²³. Ainsi, en cas de subordination simple, cette condition n'est pas remplie et le prêt mezzanine ne doit par conséquent pas être considéré comme un accord de postposition au sens de l'art. 725 al. 2 CO.
6. **Aucune forme particulière :** toutefois, nous préconisons la forme écrite, à des fins de preuves²⁶²⁴.

1319 Au vu de ce qui précède, on s'aperçoit qu'en principe, la subordination simple ne remplit pas encore les conditions pour qu'il existe une postposition selon l'art. 725 al. 2 CO. Comme nous l'avons précisé, il est tout à fait possible que la subordination de la dette mezzanine ne vaille qu'à l'égard d'une seule dette (par exemple la dette bancaire) et non à l'égard des autres créanciers sociaux²⁶²⁵. Partant, la subordination ne vaut pas forcément postposition en cas de faillite au sens de l'art. 725 al. 2 CO²⁶²⁶.

1320 En conséquence et pour que cela soit le cas, les parties devront convenir expressément d'une subordination qualifiée, à savoir une subordination avec postposition²⁶²⁷. En d'autres termes, les parties devront donc expressément envisager un surendettement futur et prévoir que la subordination est qualifiée, c'est-à-dire qu'elle vaudra accord de postposition selon 725 al. 2 CO, en adaptant au besoin le régime de la dette lorsqu'un cas de surendettement apparaît

²⁶²¹ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 231.

²⁶²² *Ibid.*

²⁶²³ ATF 129 III 129, consid. 7.4 et les références citées : « aussi longtemps que dure la situation de surendettement, le créancier postposant perd le droit à faire valoir sa prétention » ; GLANZMANN, *Rangrücktritt*, p. 18.

²⁶²⁴ Du même avis, la Chambre fiduciaire suisse et son modèle-type, cf. HARI, *Postposition*, N 3.

²⁶²⁵ BAHAR, *Créanciers*, p. 489s.

²⁶²⁶ BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 56 ss. Voir aussi LÉVY, *Postposition*, p. 1299 ss.

²⁶²⁷ FRICK, *Private Equity*, p. 302s. et les références citées ; GLANZMANN, *Rangrücktritt*, p. 18 ; MARCHAND, *Droit des poursuites*, p. 196s. ; MEISTER, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 107. D'un avis différent, BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 57, qui parle de « *Rangrücktritt* » dans les cas de surendettement et de « *Nachrangigkeit* » une fois que la faillite est déclarée.

et/ou en s'y engageant de manière conventionnelle²⁶²⁸. Il est en outre admissible de prévoir qu'une postposition interviendra uniquement dans la mesure d'un surendettement futur au sens de l'art. 725 al. 2 CO²⁶²⁹ : il s'agit d'une condition suspensive au sens de l'art. 151 CO pour la naissance de la postposition, et d'une condition résolutoire au sens de l'art. 154 CO pour la disparition de la postposition lorsque le surendettement prend fin²⁶³⁰. Au surplus, le montant postposé doit être déterminé ou déterminable (art. 2 al. 2 CO).

B. *Equity kicker*

Le prêteur mezzanine exige en règle générale le droit (mais non l'obligation²⁶³¹) de participer à l'augmentation de la valeur de la société (« *upside potential* ») en entrant au capital²⁶³² ou, plus rarement, en obtenant une partie du bénéfice ou du produit de vente des titres. On appelle cela un *equity kicker*²⁶³³, qui est la récompense obtenue par le bailleur de fonds pour son importante prise de risque²⁶³⁴ et l'une des particularités du prêt mezzanine. L'*equity kicker* prend la forme, en règle générale, d'un droit d'option ou d'un droit de conversion²⁶³⁵ ou d'une participation au produit de vente des titres ou au bénéfice (cf. N 1236 ss et 1286 ss).

En règle générale, pour l'investisseur financier, l'*equity kicker* ne sert pas à acquérir des participations sur le long terme, le but étant de se séparer rapidement des participations pour réaliser le rendement espéré. D'ailleurs, il arrive que le bailleur de fonds revende simplement son droit de conversion ou d'option à la société ou aux autres actionnaires, plutôt que d'exercer ce droit²⁶³⁶ ; il faut toutefois qu'un tel transfert ne soit pas expressément interdit par certaines restrictions de transmissibilité (art. 653b al. 1 ch. 3 CO, respecti-

²⁶²⁸ Pour un excellent modèle de convention de postposition avec commentaires, cf. LÉVY, *Postposition*, p. 1299 ss.

²⁶²⁹ CHENAUX/PFISTER, p. 161.

²⁶³⁰ VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 215.

²⁶³¹ BANIK ET AL., p. 27.

²⁶³² BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 225 ; FRICK, *Private Equity*, p. 262 ; HÜNERWALDEL/TRANCHET, p. 365s. ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 191.

²⁶³³ On rencontre parfois le terme « *equity kick* », cf. BERNET/DENK, p. 109.

²⁶³⁴ BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978, qui nomme ainsi les participations obtenues suite à un financement mezzanine « *sweet equity* ».

²⁶³⁵ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 226 ; BERNET/DENK, p. 109 ; BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 353 ; BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978 ; FRICK, *Private Equity*, p. 261s ; GERICKE, *Aktienrechtsreform*, p. 127. Pour la remise de bons de jouissances, cf. N 1359.

²⁶³⁶ ENZ/RAVARA, p. 10 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 183.

vement art. 164 al. 1 *in fine* CO). Il s'agit d'une cession de créance, devant respecter la forme écrite (art. 165 al. 1 CO).

1323 Plus rarement, l'*equity kicker* peut prendre la forme d'une participation (parfois unique) au bénéfice, au chiffre d'affaires ou au *cash-flow*²⁶³⁷. Il s'agit là du même mécanisme que dans le cas du prêt partiaire²⁶³⁸. Partant, pour les aménagements et modalités possibles, en ce qui concerne le calcul du montant et les conditions à remplir pour qu'il soit versé, nous renvoyons à ce qui est dit à ce sujet (*cf.* N 1286).

1324 Au vu de la fréquence des *trade sale* dans le domaine du financement de jeunes sociétés, il convient de déterminer ce qu'il advient de l'*equity kicker* lorsque les titres de la société sont aliénés. En premier lieu, le prêteur mezzanine possède un droit de conversion ou d'option à l'encontre de la société, si bien qu'un changement, même conséquent, au sein du sociétariat, n'aura pas d'influence sur de tels droits. Ainsi, si le prix de vente n'est pas suffisant aux yeux du prêteur mezzanine, il conservera son *equity kicker* et son statut de prêteur. Toutefois, la vente de la société est souvent l'occasion pour le bailleur de fonds de se désengager. Ainsi, nous conseillons de prévoir une participation du prêteur au produit de la vente, à l'aide de mécanismes similaires à ceux mis en place lors de la répartition du produit de vente (*cf.* N 1035 ss)²⁶³⁹. Cela permet d'éviter que le prêteur mezzanine ne soit contraint d'exercer son *equity kicker* pour obtenir un certain nombre d'actions, pour ensuite seulement pouvoir les céder au tiers acquéreur. Il convient donc de désintéresser le prêteur mezzanine et de permettre son *exit*, sans qu'il ne doive passer par l'étape de la prise de participation. A notre sens, cela se fera tout simplement en déterminant quelle aurait été sa préférence patrimoniale sur le produit de vente des titres s'il avait exercé son *equity kicker*, et en lui versant un montant correspondant. Dans un tel cas, le montant qui lui est versé l'est toujours à titre d'intérêt, mais est cette fois calculé par rapport au produit de vente des titres et non par rapport au bénéfice. La société versera généralement le montant, en échange de quoi le prêteur devra renoncer à exercer son *equity kicker* de manière définitive. Il est aussi envisageable que les actionnaires (ou une catégorie d'actionnaires particulière) s'engagent à un tel versement : dans un tel cas, le prêteur mezzanine devra leur céder son droit d'option ou de conversion (art. 164 ss CO). Dans les deux cas susmentionnés, il ne s'agit plus, selon nous, d'un *equity kicker* au sens strict du terme, puisque le prêteur n'obtient pas

²⁶³⁷ BANIK ET AL., pp. 29 et 38 ; BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 226s. ; HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 32.

²⁶³⁸ VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 183.

²⁶³⁹ De même conseil, VON SALIS-LÜTOLF, *Private Equity*, p. 185s.

d'*equity*, c'est-à-dire n'entre pas au capital, mais obtient uniquement une partie du bénéfice, sans qu'il ne soit actionnaire. Certains auteurs partagent cet avis, et parlent, à l'égard d'un tel mécanisme, de *non-equity kicker* ou d'*equity kicker* « virtuel »²⁶⁴⁰.

C. Absence de garanties

L'une des caractéristiques du prêt mezzanine est le fait qu'il n'est en principe pas garanti²⁶⁴¹, contrairement au crédit bancaire notamment. Cette absence de sûretés a pour effet d'augmenter considérablement le risque du prêteur (dont la créance est, en sus, déjà subordonnée) et justifie par conséquent un taux d'intérêt bien plus élevé que les autres types de prêts²⁶⁴², ainsi que l'existence d'un *equity kicker*. A l'instar de la subordination, l'absence de garantie a pour résultat de renforcer le caractère hybride du prêt, et de légitimer la qualification de quasi fonds propres²⁶⁴³.

1325

D. Taux d'intérêt élevé

En raison de la subordination du prêt, du manque de sûretés et du risque important, le taux d'intérêt sur un prêt mezzanine est bien plus élevé qu'en cas de prêt ordinaire²⁶⁴⁴. Ainsi, il dépasse régulièrement 10%²⁶⁴⁵, et peut même atteindre 20%, voire plus dans les cas extrêmes²⁶⁴⁶. Pour parvenir à honorer des intérêts aussi élevés, les flux de trésoreries doivent être suffisants et stables²⁶⁴⁷, ce qui est rarement le cas des jeunes sociétés. Les intérêts devraient donc être supprimés, ou du moins différés, ce qui serait particulièrement judicieux dans le cas du financement d'une jeune société²⁶⁴⁸. On pourra aussi

1326

²⁶⁴⁰ HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 32 et les références citées ; SERVATIUS, *Covenants*, p. 28.

²⁶⁴¹ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 4s. ; BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*, p. 70 ; BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*, p. 561 ; BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 43 ; ENZ/RAVARA, pp. 8 et 11 ; GLANZMANN, *Darlehensvertrag*, p. 129 ; HÜNER-WADEL/TRANCHET, p. 365. *Contra* BANIK ET AL., p. 15.

²⁶⁴² BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*, p. 70 ; BEHR/WIRTH, p. 162.

²⁶⁴³ Par analogie, HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 30 ss.

²⁶⁴⁴ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 6 ; SWISSBANKING, *Unternehmensfinanzierung*, p. 21.

²⁶⁴⁵ WEBER, *Finanzierungen*, N 6.

²⁶⁴⁶ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 226 ; BRODA, *Mezzanine Finance*, p. 977s. ; ENZ/RAVARA, p. 9 ; FRICK, *Private Equity*, p. 261s.

²⁶⁴⁷ BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978 ; ENZ/RAVARA, p. 11.

²⁶⁴⁸ WEBER, *Finanzierungen*, N 7.

décider que l'intérêt est supprimé lorsque l'*equity kicker* est mis en œuvre²⁶⁴⁹. Nous renvoyons à ce qui a été dit à ce propos dans le cadre du prêt ordinaire pour l'aménagement de l'intérêt, de son calcul et de son paiement (*cf.* N 335).

III. Avantages et inconvénients

- 1327 En raison du grand nombre de paramètres existants, le prêt mezzanine est l'instrument de financement hybride le plus modulable et, logiquement, le plus complexe qui puisse être choisi. Comme nous l'avons vu, le prêt mezzanine peut être modulé de manière à donner un statut de quasi-actionnaire au prêteur.
- 1328 Le prêt mezzanine présente plusieurs avantages pour les parties impliquées. Tout d'abord, le créancier ordinaire sait que le prêt mezzanine est subordonné à son prêt et qu'il sera remboursé intégralement de manière prioritaire. Pour l'actionnaire existant, par exemple le fondateur, le prêt mezzanine permet d'éviter une dilution, du moins tant que le droit d'option ou de conversion n'est pas exercé²⁶⁵⁰. Cela signifie que les droits sociaux et patrimoniaux de l'actionnaire ne sont pas touchés durant le prêt. En outre, l'actionnaire garde une plus grande autonomie, puisque le prêteur mezzanine n'est en règle générale par intéressé à la cogestion de la société²⁶⁵¹. Enfin, les sociétés à la recherche de capitaux possèdent, avec la dette mezzanine, une alternative à la dette ordinaire, ce qui leur permet potentiellement de réduire les coûts engendrés par les fonds étrangers²⁶⁵².
- 1329 Le prêteur mezzanine peut, quant à lui, facilement aménager son prêt en fonction de ses désirs, obtient un retour sur investissement plus important, et/ou peut envisager d'acquérir une participation au capital de la société au moyen du fameux *equity kicker*²⁶⁵³. Autrement dit, le prêteur mezzanine obtient certains avantages du financement par fonds étrangers, c'est-à-dire le paiement des intérêts, même s'il est différé, mais également certains avantages du financement par fonds propres puisqu'il a la possibilité de participer au capital-actions de la société²⁶⁵⁴. Le fait de jouer ainsi sur « deux tableaux » permet donc de diluer le risque du bailleur de fonds²⁶⁵⁵. Par ailleurs, le prêteur bénéfi-

²⁶⁴⁹ BEHR/WIRTH, p. 162 ; HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 937.

²⁶⁵⁰ BANIK ET AL., p. 15.

²⁶⁵¹ ENZ/RAVARA, p. 9.

²⁶⁵² BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 43.

²⁶⁵³ FRICK, *Private Equity*, p. 262 ; VON SALIS-LÜTOLF, *Risiko- und Gewinnverteilung*, p. 216.

²⁶⁵⁴ BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 351 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 299.

²⁶⁵⁵ Entretien avec M. WILHELM.

cie d'une meilleure protection en cas de mauvais développement de la société. Toutes ces considérations doivent être nuancées par le fait que la dette mezzanine est en principe subordonnée, postposée, et non-garantie, ce qui peut fortement péjorer la situation du prêteur en cas de faillite : il sera certes remboursé de manière prioritaire aux actionnaires, mais bien après les créanciers ordinaires.

On notera encore qu'il existe des avantages fiscaux non-négligeables lors d'un financement par mezzanine²⁶⁵⁶. Ainsi, d'un point de vue fiscal, le prêt mezzanine est considéré comme du capital étranger, ce qui signifie que les intérêts payés sur le prêt sont déductibles²⁶⁵⁷. Ceci peut être extrêmement intéressant pour certaines multinationales : la filiale sise en Suisse, financée de manière hybride, peut déduire les intérêts versés à la société mère, alors que cette dernière se trouvant à l'étranger peut obtenir des exonérations en qualifiant ces intérêts de dividendes²⁶⁵⁸. Cela n'est cependant pas l'objet du présent travail, si bien que nous n'entrerons pas plus dans les détails.

1330

Le désavantage majeur du prêt mezzanine est sa complexité. En raison du fait qu'il est composé de plusieurs instruments, qu'il est largement modulable et encore relativement peu répandu, il n'existe pas encore de clauses standardisées. Les coûts de négociation, rédaction, d'exécution, d'ajustement, plus généralement de transaction sont donc élevés²⁶⁵⁹. Comme le relèvent BERNET/DENK, pour réduire ces coûts, il faudrait mettre au point des modèles de clauses de prêt mezzanine, permettant tout de même une individualisation et une adaptation aux circonstances particulières du financement²⁶⁶⁰.

1331

IV. Quasi fonds propres

Le prêt mezzanine fait partie, d'un point de vue formel et juridique, des fonds étrangers²⁶⁶¹. Néanmoins, en raison de la subordination (voire de la postposition, en cas de faillite) du prêt à toutes les autres créances et de l'absence usuelle de garanties, la situation du prêteur mezzanine se rapproche fortement

1332

²⁶⁵⁶ On renvoie sur ce point à l'excellente thèse de HONGLER ; ainsi que BEHR/WIRTH, p. 162 ; BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 43s.

²⁶⁵⁷ BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*, p. 561 ; DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement/financement-mezzanine.html>> (consulté le 27 juin 2019).

²⁶⁵⁸ HONGLER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 6 ss ; PRATTER/EICHENBERGER, p. 652.

²⁶⁵⁹ BERNET/DENK, p. 115.

²⁶⁶⁰ *Ibid.*

²⁶⁶¹ BANIK ET AL., p. 37 ; BERNET/DENK, p. 109.

de celle de l'actionnaire. Cet état de fait est exacerbé lorsque le prêt mezzanine est octroyé pour une longue durée (cinq à dix ans²⁶⁶²) ou sans limitation de durée²⁶⁶³, que la subordination vaut postposition en cas de faillite et/ou que les intérêts sont reportés, voire supprimés. Un tel prêt mezzanine est alors étrangement similaire à des fonds propres et est considéré comme tels²⁶⁶⁴. On le désignera alors, d'un point de vue économique uniquement, comme faisant partie des fonds propres ; on parle à cet égard de « quasi fonds propres » ou de « capital propre économique »²⁶⁶⁵, ou encore de « succédané des capitaux propres »²⁶⁶⁶. D'un point de vue juridique et fiscal, comme déjà mentionné, le prêt mezzanine continue de faire partie des fonds étrangers²⁶⁶⁷. Ainsi, le fait qu'il s'agisse de fonds étrangers permet de déduire les intérêts versés par la société, contrairement aux dividendes²⁶⁶⁸.

- 1333 Ce statut de quasi fonds propres peut se révéler extrêmement utile pour les parties au financement : il devient ainsi possible d'obtenir des (quasi) fonds propres, sans devoir procéder à une augmentation de capital, et le cas échéant, de rembourser lesdits fonds sans devoir passer par une réduction du capital, procédure contraignante²⁶⁶⁹.

²⁶⁶² BANIK ET AL., p. 15s.

²⁶⁶³ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 362 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 598. Pour plus de détails quant aux prêts sans durée déterminée (« *perpetuals* »), cf. BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 48 ss et 55.

²⁶⁶⁴ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 598. Voir aussi BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 60s., qui va jusqu'à dire qu'une subordination mettant le prêteur mezzanine au même rang que les actionnaires en cas de faillite est acceptable. Cette subordination ultime consacre alors la qualification de quasi-fonds propres.

²⁶⁶⁵ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 3 ; BERGER MEYER/LEDERMANN, p. 447 ; BERNET/DENK, p. 108s. ; BÖSCH, *Hybride Finanzinstrumente*, p. 41 ; ENZ/RAVARA, p. 8 ; HÜNERWADEL/TRANCHET, p. 365 ; MÜLLER, *Unternehmensrecht*, p. 171 ; PRATTER/EICHENBERGER, p. 650 ss ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 301.

²⁶⁶⁶ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 362.

²⁶⁶⁷ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 3 ; BANIK ET AL., p. 11 ; BERNET/DENK, p. 109 ; ENZ/RAVARA, p. 8 ; HÜNERWADEL/TRANCHET, p. 365 ; PRATTER/EICHENBERGER, p. 650 ss.

²⁶⁶⁸ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 3 ; BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*, p. 561 ; PRATTER/EICHENBERGER, p. 650 ss.

²⁶⁶⁹ BANIK ET AL., p. 14 ss.

	<i>Fonds étrangers</i>	<i>Quasi fonds propres</i>	<i>Fonds propres</i>
<i>Point de vue économique</i>	Fonds étrangers	Fonds propres	Fonds propres
<i>Point de vue juridique</i>	Fonds étrangers	Fonds étrangers	Fonds propres
<i>Participation des investisseurs</i>	Pas de participation directe	Pas de participation directe	Participation directe
<i>Sûretés</i>	En général garanti	Pas de garanties	Pas de garanties
<i>Conséquences fiscales</i>	Déduction des intérêts payés	Déduction des intérêts payés	Impôt sur le capital

1334

Inspiré de : ENZ/RAVARA, p. 8.

V. Droits sociaux

A. Inexistence

Le prêteur mezzanine n'est en réalité qu'un simple prêteur. Ce dernier, par définition, ne possède aucun droit social : il ne peut pas participer à l'assemblée générale et n'a pas de représentant au conseil d'administration²⁶⁷⁰. Le prêteur mezzanine renonce ainsi, par la force des choses, à exercer un contrôle sur la société²⁶⁷¹. Il n'obtient en principe pas de droits sociaux ; son influence sur la marche de l'entreprise est donc clairement limitée, tout du moins avant qu'il n'exerce son *equity kicker*.

1335

Une fois que le prêteur mezzanine a profité de son *equity kicker*, il devient un actionnaire, ordinaire ou privilégié selon ce qui a été décidé par les parties, et bénéficie de tous les droits sociaux qui sont liés à cette qualité. Il ne souhaitera en général pas (ni n'obtiendra) une quelconque majorité au capital-actions²⁶⁷². Nous renvoyons le lecteur à ce qui a été dit précédemment au sujet de l'aménagement des rapports entre actionnaires (*cf.* N 722 ss).

1336

²⁶⁷⁰ Pour un *workaround* permettant au prêteur de bénéficier d'un représentant au conseil d'administration, *cf.* N 319.

²⁶⁷¹ AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 3 ; BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*, p. 561.

²⁶⁷² BANIK ET AL., p. 27s.

B. Information

1337 Nous avons déjà eu l'occasion d'analyser de manière détaillée les droits étendus à l'information que le prêteur peut se ménager (*cf.* N 363 et 481). Ce qui été dit à ce sujet peut être repris intégralement pour ce qui concerne le droit à l'information du prêteur mezzanine : le prêteur mezzanine, en vertu de son statut fondamental de créancier, n'a qu'un droit légal à l'information réduit. Il reste cependant possible de concéder, de manière contractuelle, certains droits au prêteur, permettant essentiellement de favoriser son accès à l'information²⁶⁷³. En effet, en raison du risque extrêmement élevé de la dette mezzanine, le prêteur souhaitera exercer un *monitoring* soutenu²⁶⁷⁴. Le prêteur mezzanine exigera en principe de recevoir certaines informations concernant le développement et l'évolution économique de la société afin de s'assurer que certains ratios financiers ont été atteints²⁶⁷⁵. Plus le financement est risqué, plus ces clauses sont importantes. Le prêteur mezzanine interviendra principalement lorsqu'il constate que la société s'écarte des objectifs convenus²⁶⁷⁶. Ces objectifs peuvent notamment être :

- 1338
1. La mesure dans laquelle la société financée peut s'endetter par le biais des fonds étrangers, soit le « taux d'endettement maximum »²⁶⁷⁷. Puisque le prêt mezzanine est subordonné à la dette *senior*, il est logique que le prêteur mezzanine souhaite s'assurer que ladite dette *senior* ne devienne pas extravagante.
 2. La quantité d'actions que la société peut libérer et/ou racheter (actions propres), ainsi que la quantité des dividendes pouvant être distribués.
 3. L'objectif à atteindre en termes de chiffre d'affaires ou concernant le *cash-flow*²⁶⁷⁸.

VI. Droits patrimoniaux

1339 Le prêteur mezzanine est un investisseur avant tout et souhaite obtenir divers droits patrimoniaux, pour que le rendement qu'il espérait réaliser soit atteint. En tant qu'il n'est pas actionnaire, le prêteur mezzanine n'a pas droit à des

²⁶⁷³ BERNET/DENK, p. 70.

²⁶⁷⁴ BANIK ET AL., p. 18 ; MÜLLER-KÄNEL, *Mezzanine*, p. 23.

²⁶⁷⁵ ENZ/RAVARA, p. 9.

²⁶⁷⁶ BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978 ; ENZ/RAVARA, p. 9.

²⁶⁷⁷ ENZ/RAVARA, p. 9, ndbp 6.

²⁶⁷⁸ *Ibid.*

dividendes ou à une quelconque participation au bénéfice de la société²⁶⁷⁹. La rémunération du bailleur de fonds se fait donc par le biais d'intérêts et, en particulier lors du financement de jeunes entreprises, par l'*equity kicker*, et plus précisément, par les droits patrimoniaux que l'exercice de cet *equity kicker* lui confère. Le prêteur mezzanine conserve évidemment ses droits patrimoniaux de créancier, lorsqu'il choisit de se désengager ou lorsque la société doit être liquidée, sous réserve de la subordination et postposition consentie.

En ce qui concerne le retour sur investissement visé par le prêteur mezzanine, aucune généralité ne peut être faite ; ce sont bien plus des parallèles qui devront être tirés avec les autres formes de financement, en particulier le financement par fonds propres. Le prêteur mezzanine, du fait de son statut hybride et des risques consentis, se rapproche largement d'un actionnaire. Ainsi, c'est bien plus à cet égard que les perspectives de rendement doivent être définies, plutôt que selon l'instrument de financement spécifique auxquelles les parties ont recouru. En définitive, cela dépendra largement des circonstances d'espèces, comme notamment les montants en jeu, l'âge et le stade de développement de la jeune société, ainsi que les motivations sous-jacentes à l'investissement. A l'instar d'un investissement en capital-risque, nous sommes d'avis que le prêteur mezzanine doit viser un retour sur investissement s'élevant à au moins une fois son investissement, voire plus s'il a renoncé au paiement d'intérêts pendant la durée du prêt.

1340

A. Remboursement et intérêts

Le prêteur mezzanine, même s'il est subordonné aux prêteurs ordinaires, sera remboursé et a droit au paiement d'intérêts, pour autant que la société ne soit pas mise en faillite en raison de son surendettement (art. 725 al. 2 CO). Comme nous avons pu le voir dans les paragraphes précédents, le paiement d'intérêts, en principe élevé, devrait être différé et/ou remplacé par l'*equity kicker*, en raison du manque de liquidités de la jeune société. Pour le reste, le remboursement et le paiement d'intérêts sont identiques au régime réservé aux prêteurs ordinaires.

1341

²⁶⁷⁹ Dans le cas de prêt partiaire, il ne s'agit pas réellement d'une participation au bénéfice mais d'un intérêt calculé en fonction du bénéfice.

B. *Equity kicker*

- 1342 Nous l'avons vu, l'*equity kicker* permet au prêteur mezzanine d'entrer au capital de la société par l'exercice de son droit d'option ou de conversion, ou de profiter de l'*upside* en touchant un montant fonction du bénéfice ou du produit de vente des titres, lorsqu'une telle vente a lieu. Il s'agit là de droits patrimoniaux non-négligeables qui permettront au prêteur mezzanine d'obtenir un rendement important, quand la société se développe conformément aux espérances des parties, à l'instar de l'investissement en fonds propres réalisé par d'autres investisseurs (par exemple une société de capital-risque ou un *business angel*). En d'autres termes, l'*equity kicker* octroie bien plus la possibilité de devenir actionnaire et de profiter des droits patrimoniaux, de droits des sociétés ou contractuels, qui découlent d'une telle qualité.

C. Désengagement

- 1343 Le prêteur mezzanine n'est pas nécessairement intéressé par une participation à long terme dans la société. L'entrée en bourse (rare, cf. N 1053), par exemple, est l'occasion pour lui de vendre ses actions et/ou bons de participation, obtenus après avoir mis en œuvre son *equity kicker*, c'est-à-dire après l'exercice de son droit d'option ou de conversion. C'est pour cette raison que le prêteur mezzanine acceptera rarement de se soumettre à une clause de *lock-up*, qui l'empêcherait d'aliéner ses actions²⁶⁸⁰. Ici encore, les droits patrimoniaux obtenus seront alors ceux d'un actionnaire, ordinaire ou privilégié, si bien que nous renvoyons à tout ce qui a été dit précédemment concernant les droits patrimoniaux des actionnaires²⁶⁸¹.
- 1344 Le prêteur mezzanine pourrait aussi choisir de se séparer de la créance mezzanine qu'il possède envers la société, en la transférant à un tiers. Ce tiers obtiendra alors les droits qui appartenaient précédemment au prêteur mezzanine, et qui sont définis dans le contrat de prêt. Il s'agit en règle générale du droit au remboursement du prêt et au paiement des intérêts, ainsi que du droit d'option ou de conversion attaché. On conseillera aux parties de prévoir précisément si ce genre de transfert de contrat est toléré, et si oui les conditions auxquelles il est soumis. En effet, il convient d'être attentif au fait qu'un tel transfert pourrait permettre à un tiers d'entrer au capital de la société en vertu de l'*equity kicker*. Cela pourrait se révéler désastreux, dans les cas où un concurrent parvenait à joindre le cercle actionnarial.

²⁶⁸⁰ Il y sera toutefois obligé, dans certains cas, cf. N 1059.

²⁶⁸¹ Pour le paragraphe, BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 230.

Le prêteur mezzanine attend évidemment un certain rendement. Tant qu'il estime que ce rendement n'est pas atteint, il n'exercera pas son droit de conversion ou d'option. Il doit cependant veiller à respecter un éventuel délai limitant la période durant laquelle le droit de conversion ou d'option peut être exercé, délais dont les parties auraient pu convenir contractuellement ou se trouvant dans les statuts (art. 653b al. 2 ch. 1 CO). Il est possible que le rendement espéré ne soit jamais atteint ; dans un tel cas, le prêteur mezzanine peut renoncer à son droit de conversion ou d'option en le laissant se périmer, et se contenter du remboursement du prêt ainsi que du paiement des intérêts. Dans un tel cas, le prêteur mezzanine ne devient alors jamais actionnaire, son rôle se cantonnant finalement à celui d'un prêteur ordinaire.

1345

VII. Durée

Le prêt mezzanine est en général limité dans le temps, et dure entre cinq et dix ans²⁶⁸² ; il peut dans certains cas aller jusqu'à 60 ans²⁶⁸³. Le processus de mise au point du financement mezzanine est plus compliqué que celui du financement par fonds étrangers : il faut en effet convenir des modalités du contrat de prêt et de l'*equity kicker*, des possibilités de désengagement du prêteur et de ses droits et obligations en tant que futur et éventuel actionnaire. De ce fait, la mise au point de ce type de financement s'étend généralement sur une durée allant généralement de deux à cinq mois²⁶⁸⁴, mais peut être, à notre sens, avantagusement réduit à 5 ou 6 semaines lorsqu'il s'agit de jeunes sociétés²⁶⁸⁵.

1346

Les possibilités de résiliation sont en règle générale limitées par les parties²⁶⁸⁶. A nouveau, on appliquera les règles du contrat de prêt en ce qui concerne la résiliation (*cf.* N 406), le fait qu'il existe un droit de conversion ou d'option, ainsi qu'une subordination qualifiée, ne changeant pas fondamentalement la donne. A notre sens, il convient toutefois d'assurer une certaine stabilité et une prévisibilité des fonds de la jeune société, en évitant des cas de résiliations ordinaires inattendues, risquant de mettre la société dans une situation financière difficile. C'est pourquoi il est conseillé aux parties de prévoir des possibilités de résiliations restreintes, par exemple lorsque certains objectifs ou

1347

²⁶⁸² AH CHOON, *Prêt mezzanine*, § 4 ; BANIK ET AL., p. 15 ; BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 224 ; BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*, p. 561 ; BEHR/WIRTH, p. 162 ; BRODA, *Mezzanine finance*, p. 978 ; ENZ/RAVARA, p. 8 ; SWISS-BANKING, *Unternehmensfinanzierung*, p. 21 ; MÜLLER-KÄNEL, *Mezzanine*, p. 24.

²⁶⁸³ BANIK ET AL., p. 11.

²⁶⁸⁴ HOFSTETTER/STEINBRECHER, p. 938. Voir aussi BANIK ET AL., p. 51.

²⁶⁸⁵ BANIK ET AL., p. 51, par analogie.

²⁶⁸⁶ BAUMGARTNER, *Mezzanine-Finanzierungen*, p. 561 ; ENZ/RAVARA, p. 8.

milestones ne sont pas réalisés²⁶⁸⁷. Enfin, nous conseillons de prévoir que la résiliation du contrat de prêt mezzanine entraîne la renonciation définitive du prêteur à exercer son *equity kicker*.

Chapitre 5 : Autres instruments hybrides

- 1348 En Suisse, le financement hybride est traditionnellement basé sur un contrat de prêt, assorti de diverses conditions. Il s'agit donc, d'un point de vue purement formel, d'un financement par fonds étrangers, qui peut aboutir par la suite à une entrée au capital. Dans d'autres pays, il est en revanche possible d'aménager un financement par mezzanine par le biais des fonds propres²⁶⁸⁸, modifiant ainsi la situation de l'investisseur et la faisant tendre vers celle d'un créancier, inversement à la mezzanine suisse. Selon nous, on pourrait parler ici de « quasi fonds étrangers », par analogie à la formulation, utilisée précédemment, de « quasi fonds propres ». Inexistante en Suisse, cette pratique est plus répandue en Allemagne ou aux États-Unis²⁶⁸⁹. Il convient de déterminer si une telle pratique pourrait être adoptée en Suisse et, dans l'affirmative, si l'on doit continuer à la qualifier de financement hybride.
- 1349 L'utilisation d'instruments de financement par fonds propres pour aménager la dette est limitée par le droit impératif du droit de la société anonyme²⁶⁹⁰ : il est par exemple impossible d'utiliser des actifs de la société pour garantir l'investissement en fonds propres, comme cela se fait souvent pour les prêts. En outre, le versement de dividendes est soumis à des conditions strictes²⁶⁹¹ et ne peut lui non plus être garanti, contrairement aux paiements d'intérêts. Autrement dit, dès le moment où des instruments en rapport avec les fonds propres sont choisis, il faut respecter les normes impératives du droit des sociétés suisses, comme l'interdiction de payer des intérêts sur le capital-actions (art. 675 al. 1 CO), le versement de dividendes uniquement à certaines conditions (art. 671 et 675 al. 2 CO), l'interdiction de rembourser le capital (art. 680

²⁶⁸⁷ *Ibid.*

²⁶⁸⁸ BANIK ET AL., p. 30 ; BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*, p. 67.

²⁶⁸⁹ BANIK ET AL., p. 41.

²⁶⁹⁰ MEISTER, *Hybride Finanzierungsinstrumente*, p. 98s.

²⁶⁹¹ BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 354.

al. 2 CO) ou encore l'égalité de traitement des actionnaires (art. 717 al. 2 CO). Il convient désormais de déterminer si, et dans quelle mesure, les instruments fournis par le droit des sociétés permettent, respectivement empêchent, la mise en place d'un financement hybride par le biais des fonds propres. Nous nous proposons donc de survoler rapidement ces divers instruments.

I. Actions privilégiées

Aux États-Unis, on remet parfois des « *preferred stocks* »²⁶⁹² à l'investisseur : il s'agit là d'actions privilégiées, souvent sans droit de vote, donnant un droit préférentiel en ce qui concerne le dividende, ainsi qu'un droit de conversion en action ordinaire²⁶⁹³. En Allemagne, le régime est similaire et les actions privilégiées ne donnent généralement pas de droit de vote²⁶⁹⁴. Ainsi, on se trouve face à un investisseur actionnaire qui ne peut exercer aucune influence sur la marche de la société ; c'est dans cet état de fait que la dimension hybride s'illustre.

1350

En Suisse, ce type d'actions privilégiées sans droit de vote n'existe pas²⁶⁹⁵. Même s'il est en effet possible de procurer des avantages patrimoniaux par le biais des actions privilégiées, il n'est pas possible de les dépouiller purement et simplement du droit de vote. Cela irait à l'encontre du droit impératif suisse de la société anonyme, selon lequel l'actionnaire a droit à une voix au moins (art. 692 al. 2 CO). On peut toutefois envisager l'émission d'actions privilégiées (art. 654 CO). Le droit préférentiel au dividende pourrait être aménagé de manière à ressembler au paiement d'un intérêt²⁶⁹⁶ ; notons tout de même que le versement de dividendes ne peut pas être garanti par quiconque (art. 675 al. 1 CO). En ce qui concerne le droit préférentiel en cas de liquidation, il pourrait être prévu dans les statuts que l'actionnaire n'a un droit préfé-

1351

²⁶⁹² Cela ne fait pas l'objet d'une législation nationale, chaque Etat américain ayant donc une législation à ce sujet. Pour New York, voir les définitions négatives de NYCL-BSC, § 501 (b) : « *Shares which are entitled to preference in the distribution of dividends or assets shall not be designated as common shares. Shares which are not entitled to preference in the distribution of dividends or assets shall be common shares, even if identified by a class or other designation, and shall not be designated as preferred shares* » ».

²⁶⁹³ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, pp. 224 et 234 ; BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 354.

²⁶⁹⁴ BANIK ET AL., p. 41.

²⁶⁹⁵ On peut tenter d'argumenter que les bons de jouissance remplissent une telle fonction. Toutefois, cela serait oublier que les bons de jouissance ne peuvent pas être émis contre un apport et n'ont pas de valeur nominale (art. 657 al. 3 CO), contrairement à une action ou un bon de participation.

²⁶⁹⁶ BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 355.

rentiel qu'à hauteur de la valeur nominale de sa participation. Il en va de même pour la représentation au conseil d'administration (art. 709 CO).

- 1352 En fin de compte, toutes ces considérations nous semblent futiles : dès le moment où le bailleur de fonds se voit remettre des actions, qu'elles soient privilégiées ou ordinaires, et peu importe dans quelle mesure, alors elles procurent obligatoirement à son détenteur les droits liés à la qualité d'actionnaire, notamment celui de voter à l'assemblée générale²⁶⁹⁷. Il s'agit en définitive d'un financement par fonds propres, et ce même si les droits du bailleur de fonds-actionnaire sont structurés de manière à ressembler fortement à ceux d'un créancier.

II. Bons de participation

- 1353 On pourrait aussi penser aux bons de participation (*cf.* N 783) pour financer une société de manière hybride. En effet, ces derniers peuvent être considérés comme des actions sans droit de vote²⁶⁹⁸ et peuvent, selon les cas, placer leur détenteur dans une situation à mi-chemin entre celle de l'actionnaire et du créancier. Il convient immédiatement de préciser qu'il est extrêmement rare qu'un capital-participation existe : quasiment inexistant chez les sociétés cotées²⁶⁹⁹, il n'est présent que chez certaines petites sociétés publiques, plus rarement chez certaines sociétés fermées (*cf.* N 37)²⁷⁰⁰. Comme nous l'avons déjà exposé, nous sommes d'avis que le capital-participations est aujourd'hui obsolète (*cf.* N 788), ce qui se reflète en pratique : il ne sera pour ainsi dire jamais mis en place pour le financement de jeunes sociétés. Relevons tout de même ce qui suit.
- 1354 Le bon de participation est émis en échange d'un apport au capital-participation, qui fait, lui, partie du capital propre et a une valeur nominale (art. 656a al. 1 CO). Par défaut, les participants n'ont pas le droit de vote ni aucun des droits qui s'y rapportent, comme par exemple le droit de prendre part à l'assemblée générale ou d'obtenir des renseignements (art. 656c al. 1 et 2 CO). Même si les statuts ne peuvent octroyer le droit de vote aux participants, les statuts peuvent cependant donner aux participants les droits se rap-

²⁶⁹⁷ Du même avis, BANIK ET AL., p. 41.

²⁶⁹⁸ BANIK ET AL., p. 42 ; BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 235 ; VON PLAN-TA/RÖTHELI, p. 433.

²⁶⁹⁹ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656a N 16-19.

²⁷⁰⁰ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 235 ; BINDER/VETTER, p. 285 ; KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 67 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, pp. 511 et 595 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 304.

portant au droit de vote ainsi que le droit de se faire représenter au conseil d'administration (art. 656e CO).

Le prêteur n'effectue pas d'apport et ne peut donc recevoir un tel bon, lorsqu'il prête de l'argent à la société²⁷⁰¹. Toutefois, lorsque le prêteur est au bénéfice d'un *equity kicker*, il est envisageable de convenir que ce dernier permettra une entrée au capital-participation uniquement. C'est en revanche un cas rarement envisagé par les parties²⁷⁰². Par ailleurs, on peut aménager les droits liés au bon de participation de manière à le faire ressembler à un prêt. A nouveau, il serait possible d'aménager un droit particulier aux dividendes, identique, dans son calcul et ses modalités, au paiement d'un intérêt²⁷⁰³. Notons que le versement de dividendes ne peut pas être garanti et qu'il ne peut pas être payé des intérêts sur le capital-participation (art. 675 al. 1 CO *cum* art. 656a al. 3 CO). Ce « droit » aux dividendes se fera alors de manière contractuelle, par une convention d'actionnaires, et/ou de manière statutaire, par le biais d'un privilège sur le dividende. En effet, il est tout à fait licite de combiner les mécanismes des actions privilégiées avec les bons de participation, pour aboutir à des bons de participation privilégiés²⁷⁰⁴. *A contrario*, il n'est pas possible de défavoriser les participants par rapport aux actionnaires (art. 656f CO).

1355

On s'aperçoit qu'un investissement par le biais du capital-participation, même s'il reste formellement un financement par fonds propres, pourrait être considéré, à certains égards, comme un financement hybride : alors que le participant ne possède ni le droit de vote ni le droit de participer à l'assemblée générale, il conserve certains droits sociaux essentiels²⁷⁰⁵. On pense notamment au droit de vote dans l'assemblée spéciale (art. 656f al. 4 CO), au droit de se faire communiquer le rapport de gestion et de révision (art. 696 CO *cum* art. 656a al. 2), de prendre connaissance de la convocation à l'assemblée générale et des objets/propositions à l'ordre du jour, ainsi que des décisions prises au cours de cette assemblée (art. 656d CO). Il reste possible de conférer aux participants un droit aux renseignements identique à celui des actionnaires²⁷⁰⁶. L'analogie

1356

²⁷⁰¹ BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 235s.

²⁷⁰² BARTHOLD, *Mezzanine-Finanzierung*, p. 235 ; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 595 ; TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 304.

²⁷⁰³ BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 355.

²⁷⁰⁴ BANIK ET AL., p. 42 ; BOHRER, *Mezzanine Financing*, p. 355 et les références citées ; MÜLLER-KÄNEL, *Mezzanine*, p. 172s.

²⁷⁰⁵ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656c N 3 ss.

²⁷⁰⁶ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 656c N 13.

de PETER, comparant le participant au passager d'un *side-car* et déjà mentionnée précédemment, peut être ici reprise pour illustrer ce statut²⁷⁰⁷.

III. Bons de jouissance

- 1357 La remise de bons de jouissance (« *Genussscheinen* ») au prêteur lui permet de profiter d'une prise de valeur de la société, lors de la répartition du bénéfice. C'est ici que la dimension hybride d'un tel instrument se décèle. C'est d'ailleurs KUNZ qui relève que le bon de jouissance se situe « *entre* le capital étranger et le capital propre »²⁷⁰⁸. Toutefois, soulignons que les bons de jouissance ne permettent aucunement de financer la société²⁷⁰⁹, puisque, comme le précise l'art. 657 al. 3 CO, le bon de jouissance ne peut avoir de valeur nominale, ne peut être désigné comme un bon de participation et ne peut être émis contre un apport de fonds ; on peut donc d'ores et déjà éliminer ce mécanisme en tant qu'il ne contient aucune composante de financement²⁷¹⁰.
- 1358 Le bon de jouissance procure uniquement des droits patrimoniaux, portant sur la répartition du bénéfice ou du produit de liquidation, ainsi que sur un droit de souscription préférentiel (art. 657 al. 2 CO). Le bon de jouissance ne peut être attribué qu'à des « personnes liées à la société par des mises de fonds antérieures, à des actionnaires, des créanciers, des travailleurs ou à des personnes liées à la société à un titre analogue » (art. 657 al. 1 CO) : il découle clairement de cette définition que des bons de jouissance peuvent être remis aux créanciers. Le bon de jouissance doit en outre être prévu de manière statutaire (art. 657 al. 1 CO) et ne donne aucun droit de vote²⁷¹¹. La communauté des porteurs de bons de jouissance est soumise aux dispositions concernant la communauté des créanciers dans les emprunts par obligations (art. 657 al. 4 qui renvoie aux art. 1157 ss CO). Le bon de jouissance sert notamment à récompenser certaines personnes pour des services particuliers rendus à la société. En cas d'assainissement, le bon de jouissance peut être utilisé pour donner le droit aux lésés de participer aux résultats de la société lorsque cette dernière sera à nouveau profitable²⁷¹².

²⁷⁰⁷ Métaphore tirée de PETER, *Bons de participation*, p. 326 et les références citées.

²⁷⁰⁸ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 73, c'est nous qui soulignons. *Contra* BANIK ET AL., p. 41, qui le qualifient de fonds propres.

²⁷⁰⁹ KUNZ, *Unternehmensfinanzierung*, p. 73.

²⁷¹⁰ ATF 140 III 206, JdT 2015 II 233.

²⁷¹¹ TAISCH, *Finanzmarktrecht*, p. 304.

²⁷¹² MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 592.

On pourrait tout de même envisager la remise de bons de jouissances au prêteur, à titre d'*equity kicker* ou tout simplement de rémunération. Ce faisant, on considèrera alors qu'il s'agit d'un financement hybride, puisque cela permet au prêteur de participer au bénéfice ou à l'excédent de liquidation de la société²⁷¹³. L'une des questions à laquelle nous devons encore répondre est la suivante : est-il possible de convertir sa créance en bons de jouissance, respectivement d'obtenir des bons de jouissance en exerçant un droit d'option ? Nous répondons à cette question par la négative. En tant qu'un bon de jouissance ne peut pas être émis contre un apport, il ne serait donc pas possible d'octroyer un droit d'option à l'obtention de bons de jouissance au prêteur. En ce qui concerne le droit de conversion, dès le moment où le prêteur renonce au remboursement de sa créance, en acceptant en lieu et place un certain nombre de bons de jouissance, on est en droit de considérer une telle renonciation comme un apport. Or, la jurisprudence interdit expressément l'émission de bon de jouissance en échange d'un apport porté au bilan²⁷¹⁴, au demeurant comme la loi le fait déjà (art. 657 al. 3 CO : le bons de jouissance « ne peut être émis contre un apport qui soit porté à l'actif du bilan »)²⁷¹⁵. Autrement dit, le bon de jouissance ne peut pas être utilisé comme *equity kicker* dans le cadre d'un prêt convertible, à option ou mezzanine.

1359

Une autre solution qu'il convient de considérer sérieusement serait de remettre au prêteur un certain nombre de bons de jouissance, au début du prêt, en y incorporant uniquement des droits préférentiels de souscription. Il pourra ainsi décider, quand bon lui semble, d'exercer ledit droit de souscription préférentiel, qui n'est en réalité rien d'autre qu'un droit d'option. Nous avons abordé cette possibilité dans le cadre du prêt à option, si bien que nous n'y reviendrons pas (*cf.* N 1244).

1360

Enfin, en ce qui concerne la rémunération du prêt, rien n'empêche, selon nous, de convenir qu'elle sera exécutée par la remise de bons de jouissance et non par le paiement d'un intérêt. En effet, le bon de jouissance est souvent émis pour « compenser des sacrifices qui lui ont été consentis »²⁷¹⁶, en l'occurrence la renonciation au paiement d'intérêts et la prise de risque de l'investisseur.

1361

²⁷¹³ BANIK ET AL., p. 41s. ; BERNET/DENK, p. 112.

²⁷¹⁴ ATF 140 III 206, JdT 2015 II 233, consid. 3.3.2 : le droit actuel ne permet pas d'émettre des bons de jouissance à des fins d'obtention de capitaux.

²⁷¹⁵ Tout au plus pourrait-il accompagner des actions valablement libérées (art. 633 ss CO), mais il ne s'agirait dès lors plus de financement hybride.

²⁷¹⁶ CR CO II-TRIGO TRINDADE, art. 657 N 14.

IV. Participation tacite

- 1362 La participation tacite est une autre variante du financement hybride²⁷¹⁷. Il s'agit d'une société tacite²⁷¹⁸ entre l'investisseur (associé occulte) et un actionnaire (associé apparent), comme par exemple le fondateur. Dans ce cas, l'investisseur n'apparaît pas à l'égard des tiers ou même de la société²⁷¹⁹, mais il peut exercer ses droits sociaux indirectement, à travers l'associé apparent. Les règles de la société simple s'y appliquent par analogie (art. 530-551 CO)²⁷²⁰.
- 1363 Les droits réels portant sur l'apport effectué par l'associé occulte, et les titres de participation obtenus en conséquence, appartiennent uniquement à l'associé apparent. L'associé occulte dispose alors seulement d'un droit personnel contre l'associé apparent, et n'a donc aucun droit de revendication dans la faillite de la société financée²⁷²¹. Autrement dit, une participation tacite signifie qu'une personne participe à une entreprise sans avoir de responsabilités envers la société où les créanciers de cette dernière. Il est possible de convenir des modalités concernant la participation aux bénéfices et pertes, le contrôle et la gestion exercés sur la société ainsi que le droit à l'information²⁷²². A moins d'avoir convenu autre chose, les parties participent aux gains et pertes à parts égales²⁷²³. A l'instar de la société simple ordinaire, la société tacite connaît aussi le principe de la représentation indirecte, ce qui signifie que l'associé apparent agit en son propre nom, mais pour le compte de la société occulte²⁷²⁴. Le nom de l'associé occulte n'apparaît donc pas auprès de la société. C'est là l'avantage principal, permettant à l'investisseur occulte de ne pas se dévoiler²⁷²⁵.
- 1364 La dimension de financement hybride provient du fait qu'il est possible d'investir dans la société et de bénéficier (indirectement) de droits sociaux et patrimoniaux, sans pour autant être actionnaire. L'utilisation de la participation tacite comme instrument de financement hybride d'une jeune société ne

²⁷¹⁷ Rapport OPCC 2006, p. 33 ; BANIK ET AL., p. 39 ; ETIQUE/VILLA, p. 249. *Contra* BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*, p. 67.

²⁷¹⁸ Il s'agit d'une forme de société simple, aussi connue sous le nom d'association occulte, cf. BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*, p. 67.

²⁷¹⁹ BANIK ET AL., p. 39 ; CR CO II-CHAIX, art. 530 N 25.

²⁷²⁰ WEBER, *Finanzierungen*, N 27.

²⁷²¹ CR CO II-CHAIX, art. 530 N 25 et les références citées.

²⁷²² ENZ/RAVARA, p. 18.

²⁷²³ BANIK ET AL., p. 39 ; BARTHOLD, *Création de nouvelles entreprises*, p. 67 ; BERNET/DENK, p. 112.

²⁷²⁴ CR CO II-CHAIX, art. 543 N 3.

²⁷²⁵ WEBER, *Finanzierungen*, N 34.

présente aucun intérêt pratique ou scientifique. De ce fait, elle reste extrêmement marginale en Suisse²⁷²⁶.

Nous sommes toutefois d'avis que la participation tacite peut poser problème, lorsqu'elle permet à un concurrent (ou tout autre tiers malintentionné) d'entrer au capital, par le biais de l'associé apparent. Nous proposons donc d'insérer une clause dans les contrats de financement, où le nouvel arrivant déclare expressément ne pas être partie à une société tacite et ne pas le devenir.

1365

Chapitre 6 : Conclusion concernant le financement hybride

Le financement hybride recouvre une multitude d'instruments, qui peuvent être combinés entre eux à souhait. Même si les différents instruments varient et diffèrent les uns des autres, on relève qu'en sus du contrat de prêt généralement sous-jacent, une composante est presque systématique : la possibilité du prêteur hybride de limiter le risque de détérioration de son investissement grâce à son statut de créancier, tout en profitant d'une éventuelle prise de valeur de la société, que cela soit par une entrée au capital ou, dans le cas du prêt partiaire, par une rémunération de l'investissement calculée en fonction des profits réalisés par la société ou fonction du produit de vente des titres. Dans le cas d'une dette mezzanine en revanche, le statut du prêteur est bien plus précaire, puisqu'il accepte en principe une subordination de sa créance (valant postposition) et l'absence de garantie, le mettant dans une situation peu enviable en cas de surendettement. Idem pour les cas où le prêteur est obligé, à certaines conditions, de convertir sa créance en capital.

1366

Lorsque le financement a lieu par fonds propres, les droits et obligations de l'investisseur doivent déjà être modulés dans une très large mesure, ce qui s'avère laborieux et complexe ; on reste toutefois dans un financement par fonds propres exclusivement. Avec le financement hybride, c'est un nouvel univers qui s'ouvre aux parties : ainsi, ce n'est plus uniquement les droits et obligations liés à la future et potentielle qualité d'actionnaires qu'il faut régler,

1367

²⁷²⁶ On la rencontre parfois en Allemagne, EVCA, *Private Equity*, p. 62. Pour approfondir, cf. BANIK ET AL., p. 39s. ; WEBER, *Finanzierungen*, N 21 ss.

mais aussi et en amont, le statut de base du bailleur de fonds, selon qu'il est prêteur et/ou actionnaire en devenir. On peut donc octroyer divers droits au créancier, qui se trouvera, à certains égards, dans une situation semblable à celle de l'actionnaire. *A contrario*, on pourrait destituer l'actionnaire de certains de ses droits pour que son statut (et les droits y attachés) ressemble à celui d'un créancier. Ce dernier de cas de figure ne fait, à notre avis, que peu de sens. L'avantage majeur du financement hybride est qu'il devient possible d'obtenir un financement à bref délai, sans passer par une entrée au capital de l'investisseur (du moins dans l'immédiat) ; on repousse alors la procédure formelle et les coûts en découlant, tout en laissant au prêteur hybride la possibilité future de profiter de la prise de valeur de la société, contrairement à un prêteur ordinaire.

1368 Le financement hybride peut toutefois apparaître comme trop complexe aux yeux de certains : les termes utilisés sont plus techniques, les possibilités de modulations des droits et obligations sont infinies, les structures du financement qui en découlent sont alambiquées et les contrats à rédiger deviennent rapidement effrayants, nécessitant l'intervention de professionnels aguerris. Cela entraîne des coûts que les parties souhaitent souvent éviter. En outre, les droits et obligations du bailleur de fonds sont plus flous et peuvent prêter à confusion : en premier lieu créancier, il pourra par la suite participer, d'une manière ou d'une autre, au bénéfice réalisé par l'entreprise, et plus généralement à la prise de valeur de la société. Son statut peut en effet muter, puisqu'il arrive que le prêteur hybride choisisse d'entrer au capital, en devenant actionnaire à part entière. Il faudra combiner efficacement les instruments des différents types de financement, pour chaque étape de l'investissement, ce qui peut poser problème, au vu du fait que le financement devrait être un processus simple et rapide, pour permettre au fondateur et/ou *management* de se consacrer pleinement à la gestion de la société et au développement du produit ou service porteur.

1369 En tout état de cause, on s'aperçoit, en pratique, que le prêt convertible est un des seuls instruments de financement hybrides utilisés dans le contexte du financement de jeunes sociétés. Il est effectivement l'un des instruments hybrides les plus simples à comprendre. Les autres instruments sont encore boudés par les acteurs spécialisés, au profit d'instruments plus parlants et populaires. Cette attitude est à notre avis compréhensible, à l'égard du prêt mezzanine et ses mille facettes. Pour améliorer le profil et l'intérêt suscité par une telle mezzanine, des contrats-modèles et des clauses standardisées devraient être disponibles avec, en annexe et à destination des acteurs du financement, des explications limpides quant à la portée et aux conséquences des différents mécanismes composant le prêt mezzanine.

On déplore une autre grande victime de ce désintérêt : le prêt partiaire. Selon nous, il n'existe aucune raison valable de délaisser ce type de prêt lorsque vient le moment de financer une jeune société, du fait qu'il ne présente aucun désavantage majeur et permet de satisfaire, la plupart du temps, les intérêts de toutes les parties impliquées. Il est, en premier lieu, facile et rapide à mettre en place, puisque la conclusion d'un prêt relève, au demeurant, des compétences du conseil d'administration. Il ne dilue pas les fondateurs, puisque le prêteur ne devient jamais actionnaire, et permet au prêteur de participer à la plus-value de la société, pendant un certain temps et dans une certaine mesure. Le taux d'intérêt et les modalités de paiement peuvent être définis de manière à faire tendre la situation du prêteur partiaire vers celle de l'actionnaire, par exemple en précisant qu'aucun intérêt fixe n'est dû et qu'il accepte de postposer sa créance en cas de surendettement. Un tel instrument devrait selon nous être utilisé plus largement, principalement par les investisseurs passifs, ne souhaitant pas exercer une influence sur la marche de la société, mais ayant toutefois comme exigence de pouvoir participer à une prise de valeur de la jeune société. On pense ici aux trois F, mais aussi à des prêteurs plus traditionnels comme les banques, qui pourraient se montrer plus ouvertes à l'octroi d'un crédit s'il devenait possible de participer au bénéfice de la société sans devoir entrer au capital.

Cinquième Partie :

Financement participatif

« *L'union fait la force.* »
Dicton populaire

Chapitre 1 : Généralités

I. Généralités

Il est temps de se pencher sur le financement participatif, phénomène récent et en vogue. Nous commencerons par définir le *crowdfunding* et en distinguer les différents types, selon la contrepartie obtenue par le contributeur. Le cadre légal sera éclairci et les divers avantages et/ou garanties octroyés aux contributeurs explicités. Au sein des parties suivantes, nous nous attarderons plus en détails sur le prêt participatif (« *crowdlending* ») et l'investissement participatif (« *crowdinvesting* »), particulièrement adaptés au financement de jeunes sociétés.

1371

A. Définition

Le financement participatif (« *crowdfunding* »²⁷²⁷, « *Schwarmfinanzierung* ») est un type de recherche de capital, permettant de trouver un financement (« *funding* ») auprès d'un grand nombre de personnes (« *crowd* »)²⁷²⁸, dont le cercle n'est en principe pas limité²⁷²⁹. Il s'agit souvent d'une multitude de petites contributions qui, additionnées, aboutissent à des sommes conséquentes²⁷³⁰. Ce genre de financement se fait en règle générale par l'intermédiaire d'une plateforme internet qui garde, à titre de frais, un certain

1372

²⁷²⁷ À notre avis, le terme anglo-saxon le plus approprié serait celui de « *crowdfinancing* » ; il est peu rencontré en pratique.

²⁷²⁸ Rapport capital-risque 2012, p. 9 ; BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 12 ss ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 2 ; ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 1 ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 1 ; MESCHKOWSKI/WILHELMI, p. 1411 ; SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1610 ; ZHANG, *Crowdfunding*, p. 16.

²⁷²⁹ KUNZ, *Crowdfunding*, § 11 ; MOLO/DRZALIC, p. 51. Pour une analyse pointue de la définition de *crowdfunding* et des éléments caractéristiques, cf. FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, pp. 67-73.

²⁷³⁰ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 72 ; ANCELLE/FISCHER, § 3 ; KUNZ, *Crowdfunding*, § 11. Voir aussi HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 7, qui parle lui de « financement démocratique ».

pourcentage des fonds obtenus²⁷³¹. A noter qu'il n'existe à ce jour aucune définition légale du *crowdfunding*²⁷³².

- 1373 Le *crowdfunding* est d'ailleurs toujours plus utilisé chez les jeunes sociétés²⁷³³ ; il présente une alternative²⁷³⁴ bienvenue aux modes de financement traditionnels et permet aux jeunes entreprises de réunir des fonds auprès de personnes n'ayant pas le profil des investisseurs habituels. Il devient possible d'obtenir des fonds lorsqu'un crédit bancaire est exclu et que l'accès au capital-risque est encore restreint²⁷³⁵. Le *crowdfunding* se différencie des modes de financements traditionnels, principalement par le fait que les contributeurs sont plus nombreux, par un investissement par tête plus bas et par une utilisation marquée d'internet²⁷³⁶, tant pour la levée de fonds, que pour les rapports entre les parties ou le marketing.

B. Historique

- 1374 Bien que le financement participatif n'ait gagné en visibilité que récemment, il existe des cas plus anciens. On pense par exemple au financement du socle de la statue de la liberté en 1885²⁷³⁷. L'apparition et l'utilisation grandissante d'internet ont permis d'étendre et de populariser ce type de financement²⁷³⁸.

²⁷³¹ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 72 ; Rapport capital-risque 2012, p. 9 ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 2 ; MESCHKOWSKI/WILHELMI, p. 1411 ; SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1610.

²⁷³² FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 68 ; KUNZ, *Crowdfunding*, § 6 et § 20 ; POLETTI ET AL., p. 821.

²⁷³³ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 4 ; SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1610 ; VERMOT, *Crowdfunding*, § 1.

²⁷³⁴ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 729 ; DURAND, *Crowdinvesting*, p. 21 ; KUNZ, *Crowdfunding*, § 10 ; REISER, *Bankbegriff*, p. 813.

²⁷³⁵ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 33 ; DURAND, *Crowdinvesting*, p. 21 ; GRIEDER ET AL., *Teil A*, p. 1 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 290 ; SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*, p. 30.

²⁷³⁶ ZHANG, *Crowdfunding*, p. 17.

²⁷³⁷ Il eut lieu par le biais d'un article de journal, qui permit de réunir plus de 100'000 dollars auprès d'environ 125'000 personnes <<https://www.nps.gov/stli/learn/historyculture/joseph-pulitzer.htm>> (consulté le 27 juin 2019).

²⁷³⁸ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 7 ; POSKRIAKOV, *Crowdlending*, § 1. Voir aussi, KUNZ, *Crowdfunding*, § 8 : selon cet auteur, le *crowdfunding* comme nous le connaissons actuellement n'existerait pas sans internet.

En Suisse, on assiste à un réel boom du financement participatif : en 2017, ce sont CHF 374.5 mio qui ont été levés, contre 128.2 mio en 2016, 28 mio en 2015, 15 mio en 2014 et à peine 3 mio en 2011²⁷³⁹. En 2018, on comptait une cinquantaine de plateformes de financement participatif physiquement présentes en Suisse²⁷⁴⁰, alors que la première n'est apparue qu'en 2008²⁷⁴¹. Il faut cependant relativiser cet essor du financement participatif : tout d'abord, la Suisse fait figure de mauvais élève en Europe²⁷⁴², en raison de la concurrence des plateformes internationales et de son absence de législation concernant le *crowdfunding*²⁷⁴³. Par ailleurs, le financement participatif en Suisse reste, comme nous le verrons dans la suite de ce travail, relativement marginal par rapport au financement traditionnel. Il existe un fort potentiel de développement, comme les statistiques mentionnées précédemment le montrent²⁷⁴⁴.

C. Projet

La seule limite concernant le but du financement est qu'il ne soit pas impossible, illicite ou contraire au mœurs (art. 20 CO) ni pénalement répréhensible (art. 1 ss CP)²⁷⁴⁵. C'est pour cela qu'il est possible de lancer un projet de financement participatif dans une multitude de domaines différents, que cela soit dans la musique, dans le sport, les jeux vidéo ou encore la production cinématographique. C'est d'ailleurs dans le cadre de projets culturels et artistiques que le *crowdfunding* a acquis ses lettres de noblesse ; il est désormais de plus en plus utilisé pour la réalisation de projets commerciaux²⁷⁴⁶. Dans le cadre du présent travail, nous nous intéresserons cependant exclusivement aux aspects pertinents dans le contexte du financement d'une jeune société, que cela soit pour sa création ou son développement.

²⁷³⁹ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 11 ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 9.

²⁷⁴⁰ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 9.

²⁷⁴¹ ANCELLE/FISCHER, § 1.

²⁷⁴² En 2014, le volume de financement par habitant était de CHF 1.8 mio en Suisse, alors qu'il s'élevait à CHF 44.1 au Royaume-Uni, cf. SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*, p. 6. Pour une étude récente de l'essor du *crowdfunding* en Allemagne, Amérique et Angleterre, cf. NIETSCH/EBERLE, p. 1 ss., ainsi que KUNZ, *Crowdfunding*, ndbp 16.

²⁷⁴³ SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*, p. 6s.

²⁷⁴⁴ Ainsi que de DE MONTMOLLIN, *Financement*, § 5. Contra HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 1, qui considère qu'il existe une « hype » autour du *crowdfunding* et que les attentes et prévisions positives concernant ce type de financement sont exagérées.

²⁷⁴⁵ Ainsi, il serait impossible de lever des fonds en Suisse pour financer une attaque terroriste, cf. KUNZ, *Crowdfunding*, § 9.

²⁷⁴⁶ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 4 ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 7 ; SPACEK, *Online-Crowdfunding*, p. 278, qui parle de « rein kommerzielle Geschäftsideen ».

- 1377 En principe, un projet de financement possède une limite temporelle, durant laquelle les fonds doivent être trouvés²⁷⁴⁷ ; il est aussi possible de définir le montant minimal à lever pour que le projet soit réputé avoir abouti²⁷⁴⁸. Dans ces deux cas, le financement est réputé avoir échoué ; le contributeur garde alors – ou récupère – son argent. En tant qu’il s’agit de conditions suspensives, le contrat de financement ne déploie aucune effet juridique (art. 151 al. 2 CO). *A contrario*, il est aussi possible de prévoir un modèle « *keep-it-all* », selon lequel les contributions sont acquises en tous les cas, sans qu’il y ait besoin de prévoir un minimum à atteindre²⁷⁴⁹.
- 1378 Le but de l’initiateur est de parvenir à séduire le plus grand nombre de contributeurs, autrement dit de réunir une large foule. Un bon marketing et une couverture médiatique aideront sans aucun doute le projet à faire parler de lui. Enfin, une préparation, une présentation et une promotion optimale devront être développées pour convaincre le contributeur²⁷⁵⁰.

II. Parties

- 1379 En règle générale, on rencontre trois parties différentes lors d’un projet de financement participatif : la plateforme internet, le contributeur et l’initiateur du projet²⁷⁵¹.

A. Plateforme internet

- 1380 Dans le cadre du financement d’une société, la plateforme de financement (ci-après : « la plateforme ») permettant la levée des fonds est une société exploitant un site internet et agissant comme intermédiaire²⁷⁵². Il peut s’agir d’une

²⁷⁴⁷ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 729. Voir aussi KUNZ, *Crowdfunding*, § 12, qui parle de 3 à 4 mois. Il serait à notre avis tout à fait envisageable de poser une limite plus longue ou plus courte, voire tout bonnement de la supprimer, sous réserve de l’abus de droit et de l’engagement excessif.

²⁷⁴⁸ ANCELLE/FISCHER, § 3 ; BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 29, qui explique que la plupart des plateformes appliquent une politique de « tout ou rien » ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 278.

²⁷⁴⁹ ANCELLE/FISCHER, § 3.

²⁷⁵⁰ VON DER CRONE/PROJER, p. 66 ; CHAPATTE, *Jeu risqué*, p. 3.

²⁷⁵¹ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 729 ; MAUCHLE, *FinTech*, p. 815 ; ZHANG, *Crowdfunding*, p. 16.

²⁷⁵² BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 729.

personne physique ou morale²⁷⁵³ ; ce sont en règle générale des SA ou des Sarl²⁷⁵⁴.

Selon nous, l'existence de la plateforme n'est pas une condition *sine qua non* pour le projet de financement participatif²⁷⁵⁵. Ainsi, il serait envisageable qu'une société déjà bien établie cherche à récolter des fonds auprès d'une multitude de contributeurs sans passer par la plateforme intermédiaire. On pourrait donc imaginer un financement participatif ayant lieu entre présents, par le biais du site internet de la société, d'un journal ou par téléphone, mais il paraît difficile de mettre cela en œuvre. À notre époque de constante connectivité, la plateforme internet reste de loin le support le plus pratique pour ce genre de financement. La pratique confirme cela, puisqu'il existe presque toujours une plateforme permettant le contact entre l'initiateur et le contributeur²⁷⁵⁶.

1381

B. Contributeur

Dans le cadre du financement participatif, nous choisissons de nommer le bailleur de fonds « contributeur »²⁷⁵⁷. Le contributeur²⁷⁵⁸ doit créer un compte sur la plateforme et fournir divers documents permettant d'établir son identité et sa solvabilité²⁷⁵⁹ (KYC/AML), en vertu de l'art. 4 LBA. Sauf exigence contraire de la plateforme, n'importe quelle personne majeure et capable de discernement peut obtenir le statut de contributeur. Il peut aussi s'agir d'une personne morale, si la plateforme le prévoit²⁷⁶⁰. Rappelons que le contributeur est responsable de son investissement et doit être informé des risques inhérents au financement d'une jeune société. Contrairement à l'investissement en capital-risque, effectué la plupart du temps par des investisseurs ayant des fonds importants à disposition, le contributeur n'est pas forcément fortuné, puisque

1382

²⁷⁵³ KUNZ, *Crowdfunding*, ndbp 28.

²⁷⁵⁴ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, pp. 46-59.

²⁷⁵⁵ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 21.

²⁷⁵⁶ MOLO/DRZALIC, p. 51 ; ZHANG, *Crowdfunding*, p. 17.

²⁷⁵⁷ En anglais, on rencontre fréquemment le terme « *backer* » alors que l'on parle de « *Geldgeber* » ou de « *Mitfinanzierer* » en allemand, cf. FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 27s. ; KUNZ, *Crowdfunding*, § 7 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 278s.

²⁷⁵⁸ Dans un souci de clarté, nous utiliserons le terme contributeur au singulier dans la suite de ce travail, même si le financement participatif implique nécessairement plusieurs contributeurs (« *crowd* »).

²⁷⁵⁹ SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1611.

²⁷⁶⁰ KUNZ, *Crowdfunding*, ndbp 28.

son investissement reste relativement modeste, en tant qu'il constitue une fraction de l'investissement total²⁷⁶¹.

- 1383 Enfin, le contributeur n'est pas seul. Il fait partie de ce que l'on nomme la *crowd*, à savoir la foule de contributeurs qui, à l'aide de sa contribution collective, parviendra à fournir des fonds plus élevés qu'en cas de contribution individuelle²⁷⁶².

C. Initiateur

- 1384 Dans le cadre du financement d'une jeune société, l'entité initiant un projet de financement participatif peut être la société elle-même ou son fondateur. Dans le contexte du financement participatif, nous avons choisi de nommer cette entité « initiateur »²⁷⁶³ ou « société initiante ». La société en recherche de financement – ou le fondateur – doit créer un compte sur la plateforme et fournir divers documents permettant de l'identifier. Elle – ou il – peut ensuite lancer le projet de financement en fixant les conditions et les caractéristiques du financement recherché²⁷⁶⁴.

III. Catégories

- 1385 Sous le terme de *crowdfunding* se cachent quatre catégories de financement participatif, qui se distinguent par le genre de contre-prestation que le contributeur obtient²⁷⁶⁵. Nous aurons l'occasion de revenir, dans les sections qui suivent, sur les trois dernières catégories de la liste qui suit. Cela nous permettra, notamment, de déterminer la qualification juridique de chaque type de financement participatif.

²⁷⁶¹ ZHANG, *Crowdfunding*, p. 17.

²⁷⁶² BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 729.

²⁷⁶³ Dans la littérature, on trouve les termes « *project developer* », « *Projektentwickler* » ou encore « *Kapitalsucher* », cf. SPACEK, *Online crowdfunding*, p. 279 ; ANCELLE/FISCHER, § 3.

²⁷⁶⁴ SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1611.

²⁷⁶⁵ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 72 ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 3 ; DURAND, *Crowdinvesting*, p. 21 ; GRIEDER ET AL., *Teil A*, p. 2 ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 7 ; KUNZ, *Crowdfunding*, § 10 ; POSKRIAKOV, *Crowdlending*, § 3 ; REICHMUTH/VON DER CRONE, p. 260. Voir aussi ZHANG, *Crowdfunding*, p. 17, qui sépare en deux grandes catégories : le *community crowdfunding* et le *financial return crowdfunding*, qui inclut le *loan-based* et le *investment-based crowdfunding*.

A. Crowddonating

Le contributeur fait une donation à la société, au sens de l'art. 239 ss CO, le plus souvent sous forme de liquidités²⁷⁶⁶. Les donations effectuées sont souvent grevées de charges (art. 245 al. 1 CO)²⁷⁶⁷ ou qualifiées de donations mixtes²⁷⁶⁸. Le contributeur n'a droit à aucune contre-prestation²⁷⁶⁹. Il s'agit d'une forme de financement caritatif, altruiste, presque sentimental, puisque le seul et unique but du contributeur est de voir la société se développer²⁷⁷⁰. On rencontre donc principalement des projets culturels, socio-politiques ou caritatifs²⁷⁷¹. Un grand nombre d'ICO relevant du *crowddonating*, nous aborderons les droits du contributeur-donateur dans ce cadre (cf. N 1677).

1386

Exemple : pour financer l'achat de nourriture pour les sans-abris, une association demande aux contributeurs d'effectuer une donation d'un montant de leur choix.

B. Crowdsupporting

Dans le cadre du *crowdsupporting*²⁷⁷², le contributeur reçoit un bien ou un service (mais pas d'argent²⁷⁷³) en contrepartie²⁷⁷⁴. Concrètement, il est donc un client.

1387

Exemple : un ingénieur a créé un nouveau genre de batterie pour vélo électrique qu'il souhaite commercialiser à grande échelle. Il propose aux contributeurs de

²⁷⁶⁶ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 4 ; SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1611.

²⁷⁶⁷ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 116 ss ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 8.

²⁷⁶⁸ À ce sujet, voir l'analyse que nous menons à propos de la qualification de donation, dans le contexte d'une ICO (cf. N 1677). Lorsqu'une donation mixte est avérée, le régime légal du *crowddonating* doit être appliqué à l'attribution gratuite, alors que le régime du *crowdsupporting*, *crowdlending* ou *crowdinvesting* doit être appliqué à la contre-prestation partielle onéreuse.

²⁷⁶⁹ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 729 ; ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 3 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 40.

²⁷⁷⁰ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 14 ; POLETTI ET AL., p. 822 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 24 ; ZHANG, *Crowdfunding*, p. 18. Voir aussi Rapport jeunes entreprises 2013, p. 72 qui parle de « but idéal ». Pour plus de détails sur le *crowdfunding* dans le domaine culturel, cf. AMREIN ET AL., p. 3 ss.

²⁷⁷¹ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 3.

²⁷⁷² Aussi connu sous le nom de « *reward-based crowdfunding* » ou de « *crowdfunding* au sens étroit », BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 729 ; DURAND, *Crowdinvesting*, p. 21 ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 3 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 42 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 281 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 24.

²⁷⁷³ KUNZ, *Crowdfunding*, ndbp 19.

²⁷⁷⁴ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 729.

leur faire parvenir une ou plusieurs pièces lors de la commercialisation future en échange de leur contribution.

C. Crowdlending

- 1388 Le contributeur devient créancier de la société. Il s'agit d'un contrat de prêt de consommation (art. 312 ss CO)²⁷⁷⁵. Le capital obtenu par la société fait partie des fonds étrangers, et la société est tenue au paiement des intérêts et au remboursement²⁷⁷⁶.

Exemple : une société immobilière souhaite construire une résidence de 40 logements au centre-ville de Lausanne. Elle souhaite emprunter CHF 500'000 sur une durée de 24 mois, avec un ticket minimum de CHF 3'000. Elle promet 5% d'intérêts annuels sur l'emprunt.

D. Crowdfunding

- 1389 Aussi nommé « *equity crowdfunding* » par certains²⁷⁷⁷, il s'agit là d'un financement participatif par fonds propres, en règle générale par un investissement en capital-risque²⁷⁷⁸. Le contributeur obtient donc une participation au capital de la société financée et les droits sociaux qui y sont liés.

Exemple : une jeune société horlogère souhaite lever CHF 1 mio pour commercialiser ses produits. Pour ce faire, elle ouvre son capital à hauteur de 20% et lance un projet de financement participatif, avec un ticket minimum de CHF 1'000. Le contributeur obtient une participation dans ladite société.

- 1390 Dans la suite du présent travail, nous aborderons les trois formes de financement participatif par lesquelles le contributeur a droit à une contre-prestation, soit le *crowdsupporting*, le *crowdlending* et le *crowdfunding*. En effet, dans le cadre d'un *crowddonating*, après la donation, plus rien ne lie la société ou le fondateur au bailleur de fonds²⁷⁷⁹. Il n'existe donc pas de relation à analyser.

²⁷⁷⁵ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 183 ss.

²⁷⁷⁶ SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1612 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 24.

²⁷⁷⁷ Cf. CLEMETSON ET AL., p. 2 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 278 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 24 ; ZHANG, *Crowdfunding*, p. 20.

²⁷⁷⁸ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 4 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 25.

²⁷⁷⁹ Nous nuancions ces propos dans le contexte des ICO, où les contributeurs sont souvent qualifiés de donateurs. Comme nous le verrons, ils conservent certains droits (cf. N 1677).

IV. Cadre légal

Il n'existe à ce jour pas de contrat nommé de *crowdfunding*²⁷⁸⁰ ; il soulève cependant, comme nous le verrons dans ce qui suit, une multitude de questions juridiques et fait encore l'objet d'un certain flou légal en raison du manque de législation y relative²⁷⁸¹. Selon KUNZ, même s'il ne paraît pas urgent de légiférer dans le domaine du financement participatif, cela pourrait tout de même améliorer la sécurité du droit et faciliter l'accès des jeunes sociétés aux capitaux²⁷⁸². Certains pays ont quant à eux déjà franchi le pas et mis en place une législation relative au *crowdfunding*²⁷⁸³. Bien que nous comprenons la volonté des législateurs de protéger les petits investisseurs privés, nous considérons que la législation existante est déjà largement suffisante pour appréhender de manière efficace le financement participatif sous toutes ces formes. Nous aurons l'occasion de revenir plus en détails sur le cadre légal et les limitations légales gouvernant chaque type de financement participatif.

1391

A. Relations contractuelles

1. Relations entre la plateforme et les utilisateurs

D'un point de vue purement pratique, la plateforme joue un rôle d'intermédiaire, permettant de mettre en contact le contributeur et l'initiateur. Il est indispensable de passer en revue les relations contractuelles qui naissent entre elle et ses utilisateurs. Il faut préciser que le genre de relations dépend en réalité de l'organisation et aménagement de la plateforme²⁷⁸⁴ ; ainsi, une plateforme peut choisir une solution différente et plus adaptée à ses besoins, et s'éloigner de ce qui est explicité dans les paragraphes suivants.

1392

²⁷⁸⁰ KUNZ, *Crowdfunding*, § 22.

²⁷⁸¹ CLEMETSON ET AL., p. 2 ; KUNZ, *Crowdfunding*, § 2 et § 21.

²⁷⁸² KUNZ, *Crowdfunding*, § 68. *Contra* GRIEDER ET AL., *Teil A*, p. 14 ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 1, qui considèrent qu'une législation particulière n'est pas nécessaire, mais qu'il est souhaitable que le législateur et la FINMA reconnaissent et prennent en compte les nouveautés qu'internet amène.

²⁷⁸³ Voir par exemple la France, avec son « Ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif ».

²⁷⁸⁴ SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 280.

a. Relation entre la plateforme et le contributeur

- 1393 Lorsque le contributeur crée son compte sur la plateforme, il conclut un accord-cadre (« *Rahmenvereinbarung* ») avec la plateforme, lorsqu'il accepte les conditions générales²⁷⁸⁵. Celles-ci contiennent habituellement une exclusion de responsabilité de la plateforme, mentionnent la rémunération perçue par la plateforme – en général entre 3% et 9%²⁷⁸⁶ – et précisent le droit applicable ainsi que le for²⁷⁸⁷. Du point de vue des marchés financiers et comme nous le verrons, la plateforme de financement sera considérée tout au plus comme un intermédiaire financier au sens de la LBA, si bien qu'elle n'a, à notre sens, aucun devoir formel d'informer les utilisateurs des risques liés à l'investissement. Il est toutefois recommandé que la plateforme informe expressément le contributeur qu'il est responsable de son investissement. En effet, ce dernier, contrairement à une société de capital-risque ou un *business angel*, a en général peu d'expérience dans le domaine²⁷⁸⁸.
- 1394 La plateforme permet l'utilisation du site internet, explique les diverses procédures existantes et décrit le fonctionnement aux utilisateurs. Il s'agit là d'un contrat de mandat au sens des art. 394 ss CO puisqu'aucun résultat n'est promis et que la mise à disposition de la plateforme est gratuite²⁷⁸⁹. Nous partageons l'avis de certains auteurs²⁷⁹⁰ qui considèrent qu'il existe une relation de courtage entre la plateforme et le contributeur, en ce sens que la plateforme sert d'intermédiaire au contributeur pour la négociation du financement (art. 412 al. 1 CO).

b. Relation entre la plateforme et l'initiateur

- 1395 Là aussi, en créant un compte et en acceptant les conditions générales, l'initiateur conclut un accord-cadre sur l'utilisation et la rémunération de la plateforme²⁷⁹¹ ; il s'agit d'un contrat de mandat (art. 394 ss CO)²⁷⁹². Tout

²⁷⁸⁵ KUNZ, *Crowdfunding*, § 23 ; SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1612 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 280.

²⁷⁸⁶ SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 280.

²⁷⁸⁷ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 28 ; CLEMETSON ET AL., p. 2 ; KUNZ, *Crowdfunding*, § 23.

²⁷⁸⁸ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 49.

²⁷⁸⁹ SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1612.

²⁷⁹⁰ KUNZ, *Crowdfunding*, § 24 ; SPACEK, *Online-Crowdfunding*, p. 280. *Contra* SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1613.

²⁷⁹¹ SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1612 ; KUNZ, *Crowdfunding*, § 24 ; CLEMETSON ET AL., p. 2 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 280 ; BAUMANN, *Crowdinvesting*, pp. 22 et 27.

²⁷⁹² KUNZ, *Crowdfunding*, § 24 ; SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1612.

d'abord, la plateforme vérifie avec soin et diligence la solvabilité et le crédit de la société ; une fois la vérification effectuée, la plateforme met en ligne le projet de financement. Ce faisant, elle doit s'assurer que les informations et autres détails présents sur la plateforme sont exacts ; on se trouve alors face à un contrat d'entreprise au sens des art. 363 ss CO²⁷⁹³.

Une fois que la récolte de fonds a débuté, la plateforme assure le bon déroulement de la procédure et la conclusion des contrats entre le contributeur et l'initiateur. Il ne s'agit cependant pas d'un contrat d'agence (art. 418a ss CO) car le projet de financement est une opération unique et non de durée²⁷⁹⁴. En effet, pour se trouver en présence d'un contrat d'agence, l'agent doit prendre « à titre permanent l'engagement de négocier la conclusion d'affaires » pour le mandant (art. 418a al. 1 *in initio* CO). Il n'existe pas non plus de contrat de commission (art. 425 ss CO) car la plateforme n'effectue pas la récolte de fonds « en son propre nom » (art. 425 al. 1 CO)²⁷⁹⁵.

1396

La plateforme et l'initiateur sont aussi liés par certains éléments du contrat de courtage d'indication (art. 412 ss CO)²⁷⁹⁶. En effet, la plateforme sert d'intermédiaire à l'emprunteur pour la conclusion du contrat (art. 412 al. 1 CO). Il existe aussi fréquemment des composants du contrat innommé d'hébergement de site internet et de données (« *webhosting/datahosting* »)²⁷⁹⁷. Il s'agit en fait d'un seul contrat mixte²⁷⁹⁸, puisque tous les éléments susmentionnés sont liés et dépendent les uns des autres. La prestation principale est le rôle d'intermédiaire à la négociation du contrat de financement, si bien qu'il convient d'appliquer les dispositions du contrat de courtage d'indication ou celles du courtage de négociation²⁷⁹⁹, qui renvoient en définitive en grande partie au contrat de mandat (art. 412 al. 2 CO).

1397

On s'aperçoit que la plateforme se trouve dans deux contrats de courtage distincts : l'un avec le contributeur et l'autre avec l'initiateur. La jurisprudence fédérale considère que le double courtage est acceptable pour autant que le courtier négociateur informe les parties de sa double qualité ; le courtier indi-

1398

²⁷⁹³ SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1612.

²⁷⁹⁴ KUNZ, *Crowdfunding*, § 24 ; SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1612 et les références citées. *Contra* SPACEK, *Online-Crowdfunding*, p. 280s.

²⁷⁹⁵ SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1612.

²⁷⁹⁶ Aussi appelé courtage « de présentation », cf. CLEMETSON ET AL., p. 2 ; SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1612 et les références citées.

²⁷⁹⁷ CLEMETSON ET AL., p. 2 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 281.

²⁷⁹⁸ SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1612s.

²⁷⁹⁹ SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1613 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 281. Pour les distinctions entre le courtier négociateur et indicateur : ATF 90 II 92, JdT 1965 I 37 consid. 2.

cateur n'a, quant à lui, pas besoin de révéler son statut²⁸⁰⁰. En effet, le courtier négociateur, en tant qu'il influence le contenu du contrat conclu entre les parties, se doit d'être libre de tout conflit d'intérêts²⁸⁰¹. En pratique, la plateforme peut être considérée comme un courtier indicateur, car elle n'exerce pas d'influence directe sur le contenu du contrat passé par le contributeur et l'initiateur²⁸⁰². Bien entendu, cela dépendra des circonstances d'espèce (à savoir la manière dont la plateforme est organisée et les rapports qu'elle tisse avec ses utilisateurs) ; une généralisation est ainsi exclue.

2. Relation entre l'initiateur et le contributeur

1399 L'initiateur s'engage contractuellement à utiliser les fonds mis à disposition par le contributeur en respectant le but du financement annoncé dans le projet²⁸⁰³. Le détail des relations contractuelles qui s'établissent entre les utilisateurs de la plateforme (c'est-à-dire entre l'initiateur et le contributeur), lorsqu'un projet de financement aboutit, dépendra de l'instrument de financement utilisé, autrement dit de la contre-prestation reçue en échange de la mise à disposition des fonds²⁸⁰⁴. Nous analyserons en détails les relations contractuelles entre les utilisateurs dans les chapitres suivants.

B. Droit de la surveillance

1400 Nous l'avons dit, le *crowdfunding* ne fait pas l'objet, en Suisse, d'une législation particulière et spécifique, contrairement à d'autres pays. De plus, il n'existe aucun projet législatif prévoyant une réglementation spécifique sur le sujet²⁸⁰⁵ ; partant, il n'existe pas de protection particulière pour le contributeur à un projet de *crowdfunding*²⁸⁰⁶. Le message LSFin du Conseil fédéral aborde toutefois le sujet de manière explicite, preuve que le législateur a pris en compte, dans une certaine mesure, les besoins de modernisation du *crowdfunding*²⁸⁰⁷. D'ailleurs, le Conseil fédéral admettait déjà expressément en 2013

²⁸⁰⁰ Art. 415 CO ; ATF 111 II 366, JdT 1986 I 499 ; ATF 124 III 481, JdT 1999 I 455.

²⁸⁰¹ SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 281 et les références citées.

²⁸⁰² SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 281.

²⁸⁰³ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 36.

²⁸⁰⁴ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 224.

²⁸⁰⁵ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 76 ; ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 9 ; FERBER, *Crowdfunding*, § 4 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 29.

²⁸⁰⁶ WILHELMI, *Anlegerschutz*, p. 304.

²⁸⁰⁷ Message LSFin/LEFin 2015, p. 8144 ss.

qu'il convenait de « prendre des mesures pour lever les obstacles réglementaires auxquels se heurte le financement participatif »²⁸⁰⁸.

En ce qui concerne la surveillance, c'est la FINMA qui est chargée par la Confédération de surveiller les marchés financiers. Ce faisant, elle protège les créanciers, les investisseurs et les assurés, et assure le bon fonctionnement des marchés financiers (art. 1 et 5 LFINMA). La FINMA n'a pas tout de suite pris position sur les questions que pose le financement participatif. Le droit suisse ne prévoyant aucune disposition spécifique dans le domaine de la surveillance, elle a cependant publié en 2014 une fiche d'information sur ce thème, invitant les plateformes et initiateurs à vérifier s'ils ont besoin d'une autorisation²⁸⁰⁹. Depuis 2015, elle s'intéresse réellement au problème et a d'ailleurs commencé à placer certaines plateformes de financement participatif sous son contrôle²⁸¹⁰.

1401

Naturellement, l'obligation de s'assujettir au contrôle de la FINMA constitue un obstacle de taille pour entrer sur le marché²⁸¹¹. Cela rend le maintien de la plateforme et la réalisation de projets de *crowdfunding* plus difficiles, voire impossibles²⁸¹². Une société qui aurait dû être assujettie au contrôle, mais qui ne le fait pas, risque gros : il existe tout d'abord des conséquences pénales, pour la société et/ou ses dirigeants, mais aussi le risque de liquidation pure et simple²⁸¹³.

1402

Nous aborderons les limites légales que pose le droit de la surveillance au sein des chapitres consacrés à chaque type de financement participatif, plus particulièrement en présence de *crowdlending*. En effet, le type de contribution ou d'investissement consenti par la *crowd* change grandement la donne et ne peut pas être exposé uniformément au sein de la présente section.

1403

²⁸⁰⁸ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 9.

²⁸⁰⁹ Fiche FINMA 2014. Cette fiche a depuis été mise à jour, le 1^{er} août 2017.

²⁸¹⁰ Cf. à ce sujet, GENIER Yves, *La FINMA place progressivement les plateformes de crowdfunding sous son contrôle*, LeTemps.ch, 9 septembre 2015 <<https://www.letemps.ch/economie/finma-place-progressivement-plateformes-crowdfunding-contrôle>> (consulté le 27 juin 2019) ; ainsi que DE MONTMOLLIN, *Finance-ment*, p. 1 ss.

²⁸¹¹ Rapport explicatif transparence 2018, p. 2 ; MÜLLER ET AL., *FinTech*, p. 2.

²⁸¹² ANCELLE/FISCHER, § 23 ; CLEMETSON ET AL., p. 2 ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 9.

²⁸¹³ TF 2C_352/2016 du 9 décembre 2016, où les sociétés impliquées ont été liquidées, à raison selon notre Haute Cour.

1. Droit bancaire

a. Principe

1404 Lorsqu'une personne morale accepte des dépôts du public à titre professionnel ou fait appel au public pour les trouver, elle tombe dans le champ d'application de la LB (art. 1 al. 2 LB et art. 2 lit. a OB²⁸¹⁴) et doit donc obtenir une licence bancaire. Ceci n'est pas anodin, puisqu'une telle licence est particulièrement difficile à obtenir : il faut en effet disposer d'un capital d'au moins CHF 10 mio (art. 15 al. 1 OB *cum* art. 3 al. 2 lit. b LB) et se soumettre à un contrôle et à un audit (art. 18 LB). En sus s'ajoutent les émoluments de la FINMA (art. 5 Oém-FINMA), ainsi qu'une taxe de surveillance (art. 11 ss Oém-FINMA) et une taxe de base (art. 16 al. 1 lit. b Oém FINMA). Autant dire que les sociétés se lançant dans une campagne de *crowdfunding* et les plateformes de financement participatif ont tout à gagner à éviter ladite licence.

1405 En ce qui concerne l'initiateur, une autorisation bancaire est requise s'il cherche et accepte des fonds étrangers à titre professionnel et pour son propre compte²⁸¹⁵. C'est uniquement le cas d'une campagne de *crowdfunding* (cf. N 1461) si bien que nous aborderons en détails la question dans ce contexte. La question ne se pose pas pour les autres catégories de financement participatif, puisque c'est uniquement dans le cadre du *crowdfunding* qu'un financement par emprunt prend place.

b. Allégements

1406 En ce qui concerne les plateformes, elles bénéficient depuis 2017 de certains allégements (initialement destinés aux entreprises *fintech*²⁸¹⁶) facilitant leur entrée sur le marché, en tant qu'ils prolongent les délais pendant lesquels les fonds levés peuvent transiter par les comptes de la plateforme et mettent en place une *sandbox* et une licence *light*²⁸¹⁷. Nous nous proposons de développer ces aspects dans ce qui suit.

²⁸¹⁴ Voir aussi, au sujet de l'application des critères permettant d'apprécier la qualité de dépôts du public, la Circulaire FINMA 2008/3.

²⁸¹⁵ Fiche FINMA 2017, p. 2 ; CLEMETSON ET AL., p. 3.

²⁸¹⁶ Comme le précise le Conseil fédéral, pour respecter l'égalité de traitement, ces allégements s'offrent à toutes les plateformes de financement participatif, cf. Rapport explicatif transparence 2018, p. 3.

²⁸¹⁷ Documentation FinTech 2016, p. 1 ss.

(i) *Prolongation du délai pour les comptes d'exécution*

La plateforme devra vraisemblablement récolter les fonds auprès des contributeurs avant de les verser à l'initiateur. Auparavant, si les fonds obtenus transitaient par les comptes de la plateforme, cette dernière devait, sauf exceptions, être considérée comme un établissement bancaire au sens de la LB²⁸¹⁸. Comme l'a rapidement précisé la FINMA dans sa fiche d'information en 2014²⁸¹⁹, la plateforme peut échapper à cette qualification en transmettant les fonds à court terme à l'initiateur. Anciennement, il fallait comprendre moins de trois jours selon la doctrine²⁸²⁰ et moins de sept jours selon le Conseil fédéral²⁸²¹ ; désormais, cela peut aller jusqu'à 60 jours (art. 5 al. 3 lit. c ch. 2 OB)²⁸²² grâce à la nouvelle réglementation *fintech*²⁸²³. Cela s'applique principalement à la détention des avoirs, notamment pour les prestataires de services de financement participatif. Si la plateforme garde plus longtemps les fonds, son activité est soumise à autorisation. En outre, pour que la plateforme échappe à l'obligation d'assujettissement, les fonds ne doivent pas être mis dans un pot commun (« *pool* ») et ne doivent jamais dépasser CHF 1 mio (art. 6 OB)²⁸²⁴ ; il s'agit là de la nouvelle *sandbox* mise en place par la réglementation *fintech*²⁸²⁵.

1407

C'est pour cela que la plupart des plateformes ne débiteront les contributeurs seulement qu'une fois le but du financement atteint, ou qu'elles passeront par l'intermédiaire d'un établissement bancaire pour les transactions²⁸²⁶ ; il en va de même si c'est un tiers indépendant qui fait transiter les fonds (par exemple un *escrow agent*)²⁸²⁷. Il est en effet reconnu que, lorsque les fonds passent directement aux contributeurs sans que la plateforme n'y ait accès ou ne les contrôle, cette dernière n'est pas soumise à l'autorisation bancaire²⁸²⁸. Les

1408

²⁸¹⁸ ANCELLE/FISCHER, § 22 ; CLEMETSON ET AL., p. 3 ; ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 17 ; GRIEDER ET AL., *Teil A*, p. 10 ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 8 et les références citées ; VON DER CRONE/PROJER, p. 42.

²⁸¹⁹ Fiche FINMA 2014.

²⁸²⁰ ANCELLE/FISCHER, § 23 ; ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 21 ; SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*, p. 35 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 42.

²⁸²¹ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 75.

²⁸²² DURAND, *Crowdinvesting*, p. 27 ; HARI, *Monnaies cryptographiques*, p. 460.

²⁸²³ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 729s. ; REISER, *Bankbegriff*, p. 817s.

²⁸²⁴ Comme le relève DURAND, *Crowdinvesting*, p. 27s., la plateforme peut tout à fait proposer des projets d'un montant total de CHF 1 mio, elle doit simplement s'assurer qu'à aucun moment les fonds transitant par ses compte ne dépassent le million.

²⁸²⁵ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 734 ; REISER, *Bankbegriff*, p. 818.

²⁸²⁶ ANCELLE/FISCHER, § 23 ; POSKRIAKOV, *Crowdlending*, § 14.

²⁸²⁷ *Ibid.*

²⁸²⁸ Fiche FINMA 2017, p. 1.

plateformes parviendront donc, selon toute vraisemblance, à éviter d'exercer une activité bancaire au sens de la LB, ce que la pratique tend à confirmer²⁸²⁹.

(ii) *Sandbox*

- 1409 Sous l'ancienne législation, des dépôts pouvaient être acceptés de la part de 20 personnes au maximum, avant qu'une licence bancaire ne soit nécessaire. Sur proposition du Conseil fédéral, un espace favorisant l'innovation et permettant de tester les services a été créé (art. 6 al. 2 OB), dans un cadre « limité ». Ce *sandbox* permettra de déterminer si le modèle d'affaire est efficace et rentable, avant de demander l'autorisation le cas échéant. Cet article permet en réalité une extension des activités non soumises à autorisation.
- 1410 Dans le cadre de cet espace, il est possible d'accepter un nombre illimité de dépôts du public – contre vingt auparavant – pour un montant total ne dépassant pas CHF 1 mio. Au-delà d'un tel montant, une autorisation devrait en tous les cas être demandée²⁸³⁰. Nul besoin d'autorisation ou d'accord d'une quelconque autorité de surveillance pour intégrer cet « espace test », tant que les conditions suivantes sont remplies : les dépôts ne doivent pas servir à effectuer des opérations d'investissement et ne peuvent pas être rémunérés par le biais d'intérêt. L'interdiction d'investissement signifie que les dépôts sont gardés dans l'intérêt du client pendant la « période de garde » sans pouvoir faire l'objet d'opérations d'intérêts, en bénéficiant de différences entre les intérêts actifs et les intérêts passifs ; en outre, il n'est pas permis d'investir les dépôts dans des produits de placement²⁸³¹.
- 1411 Enfin, les contributeurs doivent être informés du fait que la surveillance habituelle de la FINMA ne s'applique pas et que le dépôt n'est pas couvert par la garantie des dépôts (art. 6 al. 2 lit. c ch. 1 et 2)²⁸³². Les dispositions concernant le blanchiment d'argent doivent en tous les cas être respectées, même au sein de cet espace²⁸³³. Comme déjà mentionné, ces dispositions (et exceptions y relatives) s'appliqueront uniquement aux sociétés lançant une campagne de *crowdfunding*, ou aux plateformes actives dans ce domaine.

²⁸²⁹ MOLO/DRZALIC, p. 51.

²⁸³⁰ Rapport blockchain 2018, p. 93 ; Rapport explicatif transparence 2018, p. 3 ; HESS/SPIELMANN, p. 181s. ; MÜLLER ET AL., *FinTech*, p. 3.

²⁸³¹ Commentaires DFF 2018, p. 7.

²⁸³² Rapport explicatif transparence 2018, p. 4 ; MAUCHLE, *FinTech*, p. 818 ; MÜLLER/MIGNON, p. 490.

²⁸³³ MÜLLER ET AL., *FinTech*, p. 3.

(iii) *Licence fintech*

Depuis 2019, une licence « *fintech* » peut également être accordée à certaines conditions, permettant l'acceptation de dépôts du public (art. 1b LB)²⁸³⁴. Les conditions d'autorisation et de surveillance sont moins pointues que pour la licence bancaire classique. Pour obtenir cette autorisation *light*, l'entreprise *fintech* doit, entre autres, se limiter à des opérations passives et ne pas accepter plus de CHF 100 mio en dépôts du public²⁸³⁵. Cela est particulièrement adapté aux jeunes sociétés actives dans les technologies financières, ce d'autant plus lorsqu'elles tentent de lever des fonds par le biais d'une ICO.

1412

2. **Droit boursier**

La plateforme active dans le *crowdlending* ou le *crowdinvesting* peut, selon les circonstances, être considérée comme un négociant en valeurs mobilières au sens de la LBVM. C'est le cas lorsqu'elle souscrit elle-même aux actions ou obligations d'emprunts de l'initiateur avant de les aliéner au contributeur²⁸³⁶. Cela rentrerait alors dans la définition de négociant au sens de l'art. 2 lit. d LBVM, plus particulièrement de l'art. 3 al. 2 OBVM. Il est cependant extrêmement rare que la plateforme prenne un tel rôle²⁸³⁷. En Allemagne, certaines plateformes proposent un marché secondaire où les contributeurs peuvent aliéner, acquérir et échanger les titres de participation obtenus suite à un financement participatif.

1413

En ce qui concerne la LIMF, une plateforme qui déciderait de mener une telle activité ne serait en principe pas considérée comme une « bourse » au sens de l'art. 26 lit. b LIMF, car elle n'intervient pas dans la transaction et n'exerce pas de négociation multilatérale de valeurs mobilières, ni ne vise l'échange simultané d'offres entre plusieurs participants ainsi que la conclusion de contrats selon des règles non discrétionnaires²⁸³⁸. Dans le cadre des ICO enfin, les plateformes d'échange permettant de *trader* les jetons sur un marché secon-

1414

²⁸³⁴ Rapport blockchain 2018, p. 90 ; MÜLLER ET AL., *FinTech*, p. 3 ; REISER, *Bankbegriff*, p. 818.

²⁸³⁵ Pour le détail des conditions relatives à cette autorisation *light*, cf. Rapport explicatif transparence 2018, p. 3s. ; HESS/SPIELMANN, p. 182 ; MAUCHLE, *FinTech*, p. 819 ; MÜLLER ET AL., *FinTech*, p. 3 ; REISER, *Bankbegriff*, p. 818.

²⁸³⁶ CLEMETSON ET AL., p. 3 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 40.

²⁸³⁷ SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 290 ; VON DER CRONE/PROJER, Pp. 40 et 43s. Voir à ce sujet, DURAND, *Crowdinvesting*, p. 28s.

²⁸³⁸ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 177s. Pour une explication détaillée de cette conclusion, FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 562.

taire risquent bien d'être qualifiées de négociants en valeurs mobilières au sens de la LBVM (art. 2s. OBVM) soumis à la surveillance de la FINMA (art. 10 al. 1 LBVM) (*cf.* N 1642). Enfin, la plateforme devrait être attentive à ne pas être considérée comme une maison d'émission, au sens de l'art. 3 al. 2 OBVM : lorsque la société initiatrice se finance par l'émission de droits-valeurs (par exemple des titres de participation dans le cas du *crowdfunding*), il devra s'agir d'une émission directe (*cf.* N 1495).

- 1415 Pour la société initiatrice, le fait d'émettre des valeurs mobilières²⁸³⁹ par une émission directe n'entraîne pas d'obligation d'assujettissement²⁸⁴⁰, même lorsqu'elle les offre au public²⁸⁴¹ (*cf.* N 1538).

3. Placements collectifs de capitaux

- 1416 Comme le déclare l'art. 7 LPCC, les placements collectifs sont des apports constitués par des investisseurs, destinés à être administrés en commun pour le compte de ces derniers. En d'autres termes, pour que la plateforme soit retenue comme un placement de capitaux, elle devrait recevoir les fonds de la part des contributeurs, puis les administrer en commun et sans que les contributeurs ne puissent intervenir dans la mise en œuvre de l'investissement, et plus généralement dans la politique de gestion, de placement et d'administration²⁸⁴². La gestion commune et par un tiers sont donc des critères essentiels pour qu'un placement collectif de capitaux soit retenu²⁸⁴³.

- 1417 A notre sens, il convient ici de reprendre ce qui a été dit ci-dessus dans le cadre du droit bancaire : pour ne pas que la gestion et l'administration commune soient retenues, la plateforme doit simplement éviter de faire transiter pendant plus de 60 jours l'investissement par ses comptes (art. 5 al. 3 lit. c OB) et surtout de gérer ledit investissement. En d'autres termes, si elle choisit de faire transiter les fonds par ses comptes, elle doit alors s'assurer que lesdits fonds sont bien détenus de manière individuelle et non commune²⁸⁴⁴ et ne sont pas réinvestis ou placés. Il est donc impératif que la plateforme de *crowdfunding* ne décide en tous les cas pas de la manière dont les fonds sont placés et qu'elle n'administre pas les capitaux au sens de l'art. 7 al. 1 LPCC. En tout

²⁸³⁹ Sur la qualification de valeurs mobilières des titres émis par la société initiatrice, *cf.* N 1498.

²⁸⁴⁰ Sauf pour le cas où elle émet des dérivés, elle est alors considérée comme « fournisseur de dérivés » au sens de l'art. 3 al. 3 OBVM.

²⁸⁴¹ Guide pratique FINMA 2018, p. 5 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 565s.

²⁸⁴² BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, art. 7 N 28.1

²⁸⁴³ DURAND, *Crowdfunding*, p. 29.

²⁸⁴⁴ CLEMETSON ET AL., p. 3 ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 8s.

état de cause, en pratique, les plateformes n'ont pas de gestion active ou de mandat discrétionnaire de gestion sur les fonds levés dans le cadre de projets de financement participatif, et prendront soin de ne pas en avoir. De cette manière, elles ne sont jamais qualifiées de placement collectif au sens de la LPCC²⁸⁴⁵.

Conformément à l'art. 2 al. 2 lit. d LPCC, les sociétés exerçant une activité commerciale ou industrielle ne sont pas soumises à ladite loi. La jeune société à la recherche de financement répond, selon toute vraisemblance, à ce critère, et ne pourrait donc pas être considérée comme un placement collectif²⁸⁴⁶. Enfin, la plateforme sera bien avisée de vérifier que la société initiante n'est pas considérée comme une société de placements collectifs de capitaux au sens de la LPCC²⁸⁴⁷. En effet, la plateforme prendrait alors le rôle de distributeur au sens de l'art. 13 al. 2 lit. g LPCC²⁸⁴⁸, ce qui aurait pour conséquence la fastidieuse obligation de demander une autorisation à la FINMA.

1418

4. Blanchiment d'argent

Dans le cadre de la lutte contre le blanchiment d'argent, la LBA exige des intermédiaires financiers qu'ils vérifient l'identité des clients et identifient les ayants droit économiques. La question se pose alors de savoir si la plateforme doit être qualifiée d'intermédiaire financier au sens de la LBA. En vertu de l'art. 7 OBA, qui pose les conditions permettant de déterminer ce qu'est un intermédiaire financier, les chances sont fortes que la plateforme tombe sous le coup de cette législation. La FINMA, quant à elle, considère la plateforme comme un intermédiaire financier au sens de la LBA dès le moment où les fonds transitent par les comptes de ladite plateforme et que cette dernière a le pouvoir de les redistribuer²⁸⁴⁹. La société pourra alors demander le statut d'intermédiaire financier à la FINMA, s'affilier à un organisme d'autorégulation ou encore faire transiter les fonds par un établissement indépendant et soumis à supervision anti-blanchiment (art. 12 LBA)²⁸⁵⁰. C'est

1419

²⁸⁴⁵ DURAND, *Crowdinvesting*, p. 30 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 37.

²⁸⁴⁶ SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1626 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 37.

²⁸⁴⁷ CLEMETSON ET AL., p. 3 ; GRIEDER ET AL., *Teil A*, p. 8.

²⁸⁴⁸ La LPCC définit le distributeur comme celui qui distribue en Suisse des placements collectifs de capitaux à des investisseurs non qualifiés ou celui qui distribue des placements collectifs de capitaux étrangers à des investisseurs qualifiés (art. 3, 10 et 19 LPCC). Voir à ce sujet, Rapport OPCC 2012, p. 6s.

²⁸⁴⁹ Fiche FINMA 2017, p. 2.

²⁸⁵⁰ Fiche FINMA 2017, p. 2 ; ANCELLE/FISCHER, § 24 ; CLEMETSON ET AL., p. 3 ; SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*, p. 35 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 39.

d'ailleurs cette dernière solution que choisissent beaucoup de plateformes²⁸⁵¹. En tous les cas, il faut savoir que le statut d'intermédiaire financier n'est pas exagérément onéreux, si bien que cela ne constitue pas un obstacle à l'activité de la plateforme²⁸⁵².

- 1420 Cette question ne se pose pas pour l'initiateur puisque l'acceptation de fonds pour le financement d'une activité commerciale n'entre pas dans le champ d'application de la LBA (art. 2 LBA *a contrario*).

C. Nouveau droit des services financiers

- 1421 Le législateur fédéral admet qu'il existe un besoin de modernisation dans le domaine des technologies digitales, qui se concrétise dans les projets de la LSFIn et LEFin, qui entreranno en vigueur début 2020. Cette nouvelle législation a déjà entraîné certaines modifications, notamment quant au délai pour le transit des fonds et la *sandbox*, modifications abordées ci-dessus. Nous aurons l'occasion de revenir spécifiquement sur ce sujet dans les parties y consacrées, pour le *crowdlending* et le *crowdinvesting*.

V. Avantages

A. Fondateur et société

- 1422 Pour le fondateur ou la société, le financement participatif permet de trouver des fonds là où un financement traditionnel aurait été plus ardu²⁸⁵³ ou de le trouver à des conditions plus avantageuses²⁸⁵⁴. On observe d'ailleurs un recul des montants obtenus de manière traditionnelle par les jeunes sociétés à titre de capital-risque dans leur phase d'amorçage²⁸⁵⁵. Le financement participatif est donc souvent utilisé comme premier tour de financement, pour espérer

L'établissement indépendant prélève des frais allant de 0.4 à 1.25% de l'investissement, cf. BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 39.

²⁸⁵¹ HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 9.

²⁸⁵² DURAND, *Crowdinvesting*, p. 31 ; POSKRIAKOV, *Crowdlending*, § 20.

²⁸⁵³ MESCHKOWSKI/WILHELMI, p. 1411 ; SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*, p. 30.

²⁸⁵⁴ VON DER CRONE/PROJER, p. 75.

²⁸⁵⁵ HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 4 et les références citées.

séduire ensuite des sociétés de capital-risque²⁸⁵⁶. On peut aussi utiliser le financement participatif pour effectuer des préventes du bien ou service que l'on entend commercialiser, permettant ainsi un dialogue immédiat et bienvenu entre le concepteur et le (futur) client²⁸⁵⁷.

B. Contributeur

Pour le contributeur, les intérêts ne sont pas les mêmes en fonction du type de financement participatif auquel on a affaire. Dans le cas du *crowdfunding* et du *crowdlending*, le contributeur espère un retour sur investissement intéressant²⁸⁵⁸. En raison des risques pris, les rendements peuvent s'avérer extrêmement intéressants. Dans le cas du *crowdsupporting*, le contributeur souhaite soutenir la société et recevoir une contre-prestation qui présente un intérêt pour lui. Pour le *crowddonating*, ce sont des motifs essentiellement philanthropiques qui guident le contributeur²⁸⁵⁹.

1423

Du point de vue des coûts, tant l'initiateur que le contributeur profitent du fait qu'il n'existe pas d'intermédiaire omniprésent au sein de leur relation contractuelle²⁸⁶⁰. En outre, les coûts du financement sont réduits en raison de leur forme digitale²⁸⁶¹. L'aspect fiscal ne fait pas l'objet du présent travail, nous renvoyons donc sur ce point à la doctrine spécialisée²⁸⁶².

1424

VI. Protection du contributeur

Il existe bien entendu certains risques pour les contributeurs : risques d'échec de la société initiante, mais aussi de la plateforme, ou encore risques de fraude. La question de la protection du contributeur se doit donc d'être abordée.

1425

Dans le cadre du financement participatif, le risque principal est que la jeune société financée ne délivre pas le bien/service promis, respectivement qu'elle

1426

²⁸⁵⁶ Cf. DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, qui prennent l'exemple de la société horlogère *Pebble*, p. 4.

²⁸⁵⁷ BAUMANN, *Crowdfunding*, p. 44 ; DE MONTMOLLIN, *Financement*, § 8 ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 4 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 291s.

²⁸⁵⁸ BAUMANN, *Crowdfunding*, p. 38.

²⁸⁵⁹ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 4s.

²⁸⁶⁰ Même s'il est vrai que la plateforme permet à l'initiateur et au contributeur de se rencontrer, elle n'a pas le rôle d'intermédiaire qu'une banque ou un fonds de placement pourrait avoir.

²⁸⁶¹ BAUMANN, *Crowdfunding*, p. 45.

²⁸⁶² Notamment POLETTI ET AL., p. 825 ss.

fasse défaut, c'est-à-dire ne parvienne pas à payer les intérêts dus, ou à rembourser le prêt, ou alors qu'elle fasse faillite et voie ses actionnaires repartir bredouilles. Il ressort de nos recherches que la plateforme n'offre en principe aucune garantie, la société encore moins, si bien que les contributeurs doivent prendre conscience de l'importance du risque encouru. En cas de faillite de la société financée, le montant du financement risque grandement d'être perdu en totalité²⁸⁶³. Par ailleurs, en raison des faibles montants investis par chaque contributeur, faire valoir ses prétentions en justice lorsque les choses se passent mal n'est pas forcément recommandé. Les contributeurs ayant prêté individuellement des montants plutôt faibles, la pression à exiger de telles garanties est bien plus faible que lorsque c'est un unique client, investisseur ou prêteur qui consent à procurer des fonds. Enfin, lorsque le financement participatif tombe sous le coup du droit de la surveillance des marchés financiers, plusieurs normes légales permettront de protéger le contributeur.

A. Risques

1427 Que faire lorsque l'initiateur ne tient pas ses promesses et n'utilise pas les fonds levés de manière adéquate ? À titre d'exemple, en 2011, ce sont 2106 contributeurs qui lèvent ensemble \$ 343'415 sur la plateforme *kickstarter.com*, pour des lunettes équipées d'une caméra miniature²⁸⁶⁴. A ce jour, aucun produit n'a été commercialisé et les initiateurs du projet n'ont plus donné signe de vie. Ce genre de tromperie reste cependant étonnamment rare dans le monde du *crowdfunding* : à peine 0.1% des montants levés l'ont été dans le cadre de fraudes avérées²⁸⁶⁵. Même s'il est évident que l'investissement en capital-risque dans des jeunes sociétés est une activité intrinsèquement risquée, il n'en reste pas moins que le contributeur doit au moins être protégé contre d'éventuels abus que pourrait commettre l'initiateur. Qui plus est, internet et le monde digital rendent ce genre fraudes plus faciles à commettre²⁸⁶⁶, comme l'ont prouvé le boom des ICO (cf. N 1712).

1428 Le risque que l'un des fondateurs quitte le navire existe. Cela peut, selon les circonstances, se révéler désastreux pour la jeune société. *A contrario*, le

²⁸⁶³ ZHANG, *Crowdfunding*, p. 35.

²⁸⁶⁴ Projet « Eyez™ by ZionEyez HD Video Recording Glasses for Facebook », <<https://www.kickstarter.com/projects/zioneyez/eyeztm-by-zioneyez-hd-video-recording-glasses-for/description>> (consulté le 27 juin 2019).

²⁸⁶⁵ DELAYE Fabrice, *Comment lever des fonds avec le crowdfunding*, Bilan.ch, 25 juin 2015 <<http://www.bilan.ch/argent-finances-plus-de-redaction/comment-lever-fonds-crowdfunding>> (consulté le 27 juin 2019).

²⁸⁶⁶ MESCHKOWSKI/WILHELM, p. 1412.

manque d'expérience ou de compétence des fondateurs et/ou du *management* peut également impacter négativement l'essor de la jeune société. Il est malheureusement difficile de parer de manière efficace à ce genre de problèmes, puisque les contrats de *crowdfunding* sont souvent pré-formulés et difficilement modulables en fonction de chaque contributeur²⁸⁶⁷. N'oublions pas que c'est une véritable foule de contributeurs qui souhaite financer la société.

1. Non-exécution par l'initiateur

Il s'agira tout d'abord de déterminer la relation qui lie le contributeur et la société. Cela s'effectuera en déterminant le statut du contributeur, eu égard à la contre-prestation reçue en échange de sa contribution. Comme nous l'avons vu brièvement, le contributeur pourra être client, créancier ou actionnaire de la société.

1429

Pour la relation purement contractuelle, en cas de prêt ou de prépaiement et lorsque l'initiateur ne remplit pas ses obligations, à savoir principalement la contre-prestation promise au contributeur, ce dernier peut naturellement exiger le paiement de dommages-intérêts, l'exécution du contrat ou sa résolution. D'un point de vue pénal, lorsque l'initiateur n'utilise pas les fonds récoltés de la manière dont il s'était engagé à le faire dans le projet de financement – par exemple en gardant les fonds pour lui-même –, il peut être reconnu coupable d'abus de confiance (art. 138 CP), d'escroquerie (art. 146 CP), de gestion fautive (art. 165 CP), voire même de gestion déloyale (art. 158 CP). La plateforme, selon le rôle qu'elle a joué dans le financement, pourrait potentiellement être considérée comme une complice (art. 25 CP)²⁸⁶⁸. Ce genre de risque peut être réduit par une vérification optimale du projet et des initiateurs par la plateforme, en passant par des vérifications strictes des identités des fondateurs²⁸⁶⁹ et du *business plan*, voire même en demandant des garanties.

1430

Dans le cadre d'une procédure ouverte par les contributeurs à l'encontre de la société initiante, visant à l'exécution des contrats de financement ou au paiement de dommages-intérêts, rappelons que le mécanisme de l'action collective n'existe pas en Suisse. Il existe selon nous un cas évident de consorité simple, puisque les droits et devoirs des contributeurs résultent de « faits ou de fondements juridiques semblables » (art. 71 al. 1 CO). Les contributeurs lésés auront donc avantage à se coordonner pour agir conjointement. Cela reste toutefois compliqué, puisqu'ils ne se connaissent pas mutuellement ; à la pla-

1431

²⁸⁶⁷ *Ibid.*

²⁸⁶⁸ SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 283 et les références citées.

²⁸⁶⁹ ZHANG, *Crowdfunding*, p. 39.

teforme de les mettre en contact pour leur permettre de faire valoir leurs droits de manière unie.

2. Risques liés à la plateforme

- 1432 Certaines plateformes de *crowdfunding* sont elles-mêmes des jeunes sociétés. Le potentiel de *failure* est donc accru. Comme la plateforme ne fait que transiter les fonds du contributeur à l'initiateur, le risque que la plateforme disparaisse avec les fonds est largement réduit. Même si la plateforme venait à faire faillite alors qu'elle se trouve encore en possession des fonds levés auprès des contributeurs, il est admis que ces fonds ne tombent pas dans la masse en faillite²⁸⁷⁰.

3. Manque d'information

- 1433 Il n'est pas toujours évident, tant pour la plateforme que pour les contributeurs, de savoir qui sont exactement les contributeurs et quelle est leur relation avec la société et son fondateur. Ainsi, il est tout à fait envisageable qu'une partie de la « foule » soit constituée par des amis ou la famille des fondateurs. Cela peut donner l'impression que l'idée commerciale suscite un certain engouement, en réalité moindre, voire inexistant²⁸⁷¹ et faussant ainsi l'idée que se fait le contributeur de l'opportunité d'investissement que présente le projet.
- 1434 Contrairement au financement traditionnel, l'asymétrie de l'information est bien plus présente dans le cadre du financement participatif, en raison du grand nombre de petits contributeurs. Cela se répercute, à la baisse, sur les coûts de financement, puisque les contributeurs effectueront rarement une *due diligence* extensive²⁸⁷², se fieront principalement aux informations se trouvant sur la plateforme²⁸⁷³. Dans le cadre du *crowdinvesting* toutefois, les contributeurs seront plus actifs et exigeants en matière d'information et de *due diligence*. Cela s'explique par le fait qu'en cas de faillite de la société financée, les actionnaires sont les parties les plus désavantagées. Comme nous l'avons vu précédemment, si les contributeurs-prêteurs se trouvent déjà dans une situation délicate lorsque la société dépose le bilan, les contributeurs-actionnaires sont quant à eux encore plus mal lotis : le risque de perte totale est omniprésent. Pour remédier à cette asymétrie d'information, ZHANG propose de mettre

²⁸⁷⁰ ZHANG, *Crowdfunding*, p. 36s.

²⁸⁷¹ MESCHKOWSKI/WILHELMI, p. 1412.

²⁸⁷² VON DER CRONE/PROJER, p. 67.

²⁸⁷³ MESCHKOWSKI/WILHELMI, p. 1412.

au point des *standardised disclosure regimes*, permettant à la foule de contributeurs d'obtenir un catalogue d'informations essentielles, telles l'identité des fondateurs²⁸⁷⁴.

4. Manque d'expérience

En tant que le financement participatif permet de lever des fonds auprès d'un large cercle d'individus, les contributeurs ne seront pas forcément des investisseurs aguerris. Ils seront donc moins conscients des risques liés à leur investissement et, en raison de leur patrimoine plus réduit, risquent de subir des pertes qui pourraient sérieusement les handicaper²⁸⁷⁵.

1435

5. Illiquidité de l'investissement

Le *crowdfunding* souffre d'une absence de marché secondaire. Cela signifie qu'il est extrêmement difficile pour le contributeur de transférer sa participation ou sa créance à une tierce partie²⁸⁷⁶. Le risque pour le contributeur de « rester bloqué » en quelque sorte dans son investissement est plus élevé que lors d'un investissement dans une société plus mature. En raison du montant moindre de la contribution, le contributeur ne peut exercer individuellement qu'une influence réduite, voire nulle, sur la marche de la société, ce qui réduit d'autant plus la liquidité de son investissement.

1436

B. *Due diligence*

En raison de son statut d'investisseur, le contributeur doit être au courant des risques qu'il prend en mettant des fonds à disposition d'une jeune société. Cependant, les contributeurs renoncent souvent à effectuer une *due diligence* en bonne et due forme²⁸⁷⁷. En cause, vraisemblablement les faibles montants qu'apporte chaque contributeur par rapport à une société de capital-risque. La plateforme n'effectue pas forcément de *due diligence* ; c'est d'ailleurs pour cela que les conditions générales contiennent une exclusion de responsabilité de la plateforme. Elle vérifie en principe au moins la plausibilité du projet et la

1437

²⁸⁷⁴ ZHANG, *Crowdfunding*, p. 40.

²⁸⁷⁵ ZHANG, *Crowdfunding*, p. 41 et les références citées.

²⁸⁷⁶ *Ibid.*

²⁸⁷⁷ SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 284.

licité du but du financement²⁸⁷⁸. Si elle ne le fait pas, cela pourrait entraîner sa responsabilité pénale en tant que complice (art. 25 CP).

1438 Néanmoins, certaines plateformes choisissent une approche plus active, puisqu'elles évaluent et trient, et parfois même recherchent les projets prometteurs. La valorisation de la société reste en effet un élément important, puisqu'il permet de déterminer l'importance de la prise de participation des contributeurs en échange de leur investissement. Toutefois, dans le domaine du *crowdinvesting*, il est très difficile pour chaque contributeur de mener sa propre *due diligence* et d'effectuer une valorisation permettant de formuler son offre d'investissement. C'est pourquoi, là encore, le rôle de la société initiatrice et de la plateforme est parfois plus développé. En général, dans le cadre de son projet participatif, la jeune société présentera et justifiera sa valorisation envers la plateforme. Dans ce contexte, la plateforme mènera ensuite une *due diligence*. Après discussions, si la plateforme n'est pas convaincue, elle ne sélectionnera pas le projet et ne le présentera donc pas aux contributeurs. En raison de l'importance de la *due diligence* et pour éviter les actions en responsabilité, il est fortement recommandé d'exclure sa responsabilité et de proposer à la foule d'investisseurs de mener leur propre *due diligence* en mettant à disposition les documents nécessaires, voire en leur permettant de rencontrer les fondateurs directement.

1439 Comme exemple d'une telle plateforme, citons *Investiere.ch* qui évalue ainsi plusieurs centaines de jeunes sociétés à la recherche de financement chaque année. Pour être considérée lors du *screening*, une jeune société doit proposer une idée innovante, avoir un besoin en capital se situant entre CHF 500'000 et 2.5 mio, et se trouver dans la phase du *early stage*, c'est-à-dire avoir déjà passé l'étape du *seed*. La plateforme prend ensuite contact avec les clients ou potentiels clients de la jeune société et décide si le projet est suffisamment prometteur pour lancer une *due diligence*. Si c'est le cas, elle va analyser les divers documents que la jeune société voudra bien lui remettre et discuter du financement avec le fondateur et les investisseurs déjà existants. Si tout cela se passe sans accroc, la plateforme aidera la jeune société à créer son projet de financement participatif, avant de le mettre en ligne et de le proposer aux contributeurs²⁸⁷⁹.

²⁸⁷⁸ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 24s. ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 286.

²⁸⁷⁹ Pour tout le paragraphe, *Investiere.ch*, *Selection process*, § 3 ss <<https://www.investiere.ch/content/selection-process>> (consulté le 27 juin 2019).

C. Résiliation

Lorsque le projet s'avère frauduleux, les justes motifs permettant de résilier le contrat liant les parties dépendront de la qualification de leur relation contractuelle ou de sociétariat et des dispositions légales y applicables. En effet, comme nous avons eu l'occasion de le voir précédemment, les règles changent selon que le contributeur est donateur, client, prêteur ou sociétaire. Par exemple, le contributeur-prêteur pourra toujours résilier le contrat pour justes motifs ; le contributeur-donateur pourra potentiellement révoquer la donation (lorsqu'elle est grevée de charges²⁸⁸⁰). Au surplus, nous nous attarderons sur la question des litiges dans le cadre des ICO (*cf.* N 1703 ss).

1440

D. Droit applicable, for et tribunal arbitral

A l'instar de ce qui a été dit précédemment dans le cadre du financement par fonds propres et fonds étrangers, il reste possible de convenir du droit applicable, d'élire un for juridique et d'insérer une clause compromissoire. Nous renvoyons donc aux sections pertinentes (*cf.* N 417 et 1212) et à la doctrine spécialisée²⁸⁸¹, en nous limitant à préciser ce qui suit.

1441

En pratique, une élection de for et la désignation du droit applicable seront systématiques pour ce qui concerne la relation contractuelle liant la plateforme et le contributeur ; de telles clauses seront généralement insérées dans les conditions générales de la plateforme²⁸⁸². Quant à la relation tissée entre la société initiante et le contributeur, fonction du type de financement participatif choisi, une clause d'élection de for et de droit seront généralement insérées lorsqu'il existe une « relation complexe », notamment dans le cas du *crowdinvesting*²⁸⁸³.

1442

Une clause compromissoire pourrait aussi être de mise. Cette clause se révèle extrêmement utile dans le domaine virtuel, qui ne connaît pas de frontières. Ainsi, tout litige relatif à une transaction à dimension internationale devrait être soumis à un tribunal arbitral²⁸⁸⁴. En dépit de la liberté de forme prévue par

1443

²⁸⁸⁰ *Cf.* N 1706.

²⁸⁸¹ Principalement, FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 421 ss, qui analyse de manière extrêmement détaillée et exhaustive les mécanismes procéduraux permettant de fonder la compétence des tribunaux suisses et le droit applicable (et respectivement de les élire), selon qu'il s'agit de *crowddonating*, de *crowdsupporting*, de *crowdlending* ou de *crowdinvesting*.

²⁸⁸² FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, pp. 424 et 473 ; KUNZ, *Crowdfunding*, N 48.

²⁸⁸³ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 424 et la référence citée, et p. 474.

²⁸⁸⁴ KOGENS, *ITO*, § 12.

l'art. 16 CO, l'art. 358 CPC (178 al. 1 LDIP au niveau international) impose que la convention d'arbitrage soit « passée en la forme écrite ou par tout autre moyen permettant d'en établir la preuve par un texte ». Il s'agit ici d'une forme écrite dite « souple », exigeant que l'existence de la convention d'arbitrage soit « objectivement vérifiable »²⁸⁸⁵ : il serait donc possible de constater la clause compromissoire par le biais d'un échange de courriels ou de faxes²⁸⁸⁶, ou par le biais, selon nous, d'un formulaire internet sur la plateforme intermédiaire. N'oublions pas que ladite plateforme a, en vertu de la LBA, des obligations d'identification du contributeur : un consentement exprimé par le biais d'un formulaire accessible uniquement par le contributeur identifié devrait donc être « objectivement vérifiable » et remplir la condition de forme écrite souple de l'art. 358 CPC et 178 al. 1 LDIP. Enfin, les sentences rendues pourront être reconnues et exécutées dans plus de 150 États, en vertu de la CL.

Chapitre 2 : *Crowdsupporting*

I. Notion

1444 Le *crowdsupporting* est un type de financement participatif par lequel la société promet un bien ou un service en contrepartie des fonds mis à disposition par le contributeur. En vertu de la liberté contractuelle, cette contrepartie peut être modulée à souhait par la société en fonction de l'importance des fonds fournis par chaque contributeur²⁸⁸⁷. Il peut s'agir d'un contrat de vente (art. 184 ss CO), d'une donation mixte²⁸⁸⁸, d'un contrat de travail (art. 363 ss CO) ou d'un mandat (art. 394 ss CO), ou encore d'un contrat innommé comme le *sponsoring*²⁸⁸⁹.

²⁸⁸⁵ CR CPC-SCHWEIZER, art. 358 N 5.

²⁸⁸⁶ *Ibid.*

²⁸⁸⁷ Par exemple, on peut imaginer une brasserie artisanale promettant dix caisses de bière par année pendant 10 ans à toute personne lui mettant à disposition CHF 10'000 ; parallèlement elle promet une visite de la brasserie lorsque la contribution est de CHF 20.

²⁸⁸⁸ ATF 117 II 382, JdT 1993 I 130. Plus de détails à ce sujet, cf. CR CO I-BADDELEY, art. 239 N 51 ss.

²⁸⁸⁹ ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 3 ; SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1611.

II. Avantages

C'est avec le *crowdsupporting* (et le *crowddonating*) que le financement participatif s'est fait connaître²⁸⁹⁰, et cela pour les raisons suivantes : tout d'abord, les contrats qui apparaissent dans le cadre du *crowdsupporting* peuvent être des contrats de vente ou d'entreprise, avec prépaiement (art. 184 ss et 363 ss CO) voire de donation mixte²⁸⁹¹, qui sont des contrats simples et faciles à mettre en place. En vertu de l'art. 5 al. 3 lit. a OB, les fonds reçus en contrepartie d'un contrat de transfert de propriété ou de prestations de services ne sont pas considérés comme des dépôts au sens du droit bancaire. L'initiateur n'est donc pas assujéti à la LB et échappe à la surveillance de la FINMA²⁸⁹².

1445

En outre, par le biais de telles préventes, un dialogue s'établit entre le concepteur et le client²⁸⁹³. Le produit n'étant pas encore finalisé, cela permet potentiellement de peaufiner et ajuster le concept et/ou *business model* pour la commercialisation à plus grande échelle.

1446

Pour le contributeur, le *crowdsupporting* permet de soutenir une société et le produit proposé²⁸⁹⁴. Ainsi, il peut par exemple profiter d'un prix spécial ou d'une édition limitée. Par ailleurs, il donne droit à certaines déductions fiscales chez le contributeur²⁸⁹⁵, principalement lorsqu'il s'agit d'un don à une œuvre caritative²⁸⁹⁶. Toutefois, le *crowdsupporting* intéressera moins l'investisseur expérimenté, en raison des faibles perspectives de rendement de ce type de financement participatif²⁸⁹⁷. D'ailleurs, les montants restent bas : CHF 12.3 mio en 2015, 17 mio en 2016 et 29.1 mio en 2017 alors que le montant moyen consenti individuellement par contributeur s'élevait à CHF 168 en 2016²⁸⁹⁸.

1447

²⁸⁹⁰ ANCELLE/FISCHER, § 6.

²⁸⁹¹ ANCELLE/FISCHER, § 7 ; CR CO I-BADDELEY, art. 239 N 51 ss ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 8 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, pp. 281 et 283.

²⁸⁹² BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 12 ; MAUCHLE, *FinTech*, p. 815.

²⁸⁹³ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 44 ; DE MONTMOLLIN, *Financement*, § 8 ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 4 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 291s.

²⁸⁹⁴ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 729.

²⁸⁹⁵ ANCELLE/FISCHER, § 8 ; SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*, p. 38.

²⁸⁹⁶ Le montant déductible maximal change toutefois en fonction du canton.

²⁸⁹⁷ HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 8 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 280 et les références citées.

²⁸⁹⁸ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 12 ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2017*, p. 10s.

III. Droits du contributeur

- 1448 Les droits du contributeur sont extrêmement réduits dans le cadre du *crowdfunding*. Comme nous l'avons vu, la relation tissée entre la société et le contributeur est en principe de nature purement commerciale. Le contributeur n'est en réalité rien d'autre qu'un consommateur, ou un client, qui avance l'argent avant d'avoir reçu la contrepartie. En conséquence, le contributeur a donc principalement le droit de recevoir la contre-prestation promise, c'est-à-dire de profiter du produit ou service lorsque ce dernier sera commercialisé. Il s'agit somme toute du même mécanisme que dans le mécanisme d'acomptes clients. Ses droits sont donc contractuels.
- 1449 Cela signifie que le contributeur sera en droit d'exiger de la société qu'elle remplisse ses obligations dans le délai promis. Cela a aussi pour conséquence qu'en cas de faillite de la société, alors que cette dernière n'a pas livré le produit ou service promis, le contributeur conserve certains droits quant à sa réclamation, qui se transformera en créance de valeur équivalente (art. 211 al. 1 LP), ou sera effectuée en nature sur décision de l'administration de la faillite (art. 211 al. 2 LP). En tant que simple client, le contributeur ne possède toutefois aucun droit social, aucun droit patrimonial et aucun droit à l'information par rapport à la jeune société.
- 1450 Enfin, il faut ajouter que bien souvent, les termes et conditions générales précisent bien clairement au contributeur que le succès, et notamment le fait d'atteindre certains objectifs de production, ne sont pas garantis. Autrement dit, le contributeur est informé d'une exclusion de garantie et du fait qu'il risque de ne pas recevoir le produit ou service promis. Savoir si une telle pratique, à savoir encaisser le prix à titre d'acompte sans parvenir à promettre la contre-prestation, relève du droit de la consommation et plus généralement du régime de l'exécution (art. 97 ss CO).

IV. Cadre légal

- 1451 Contrairement aux autres formes de financement participatif, le *crowdfunding* ne possède que peu de limitations légales ; il convient toutefois de vérifier qu'il n'existe pas de restrictions législatives selon le domaine concerné²⁸⁹⁹. Du fait que le contributeur est un simple partenaire contractuel et non un réel « investisseur », les diverses régulations des marchés financiers et de la protection de l'investisseur ne s'appliquent pas. En réalité, le *crowdfunding* ne

²⁸⁹⁹ SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*, p. 36.

possède aucune dimension de financement à proprement parler : il ne s'agit pas d'un investissement fonds propres ou en fonds étranger, mais principalement de préventes, correspondant en définitive à des acomptes clients.

Chapitre 3 : *Crowdlending*

I. Notion

Le *crowdlending* (ou « crédit/prêt participatif », voire « financement participatif sous forme de prêt »²⁹⁰⁰) est un type de financement participatif par lequel la société emprunte une certaine somme d'argent auprès de plusieurs contributeurs, à charge pour la société de rembourser le capital et de payer un intérêt raisonnable²⁹⁰¹. On rencontre parfois le terme de *peer-to-peer lending*²⁹⁰², qui illustre le fait que l'intermédiaire financier traditionnel – par exemple une banque – fait défaut²⁹⁰³. Pouvoir se passer des services de la banque présente plusieurs avantages : tout d'abord, là où une banque aurait généralement refusé d'octroyer un prêt à la jeune société en raison du grand risque encouru, d'autres investisseurs individuels seront peut-être, eux, plus enclins à entrer en matière. En outre, cela permet de réduire les coûts d'un tel financement²⁹⁰⁴.

1452

Le *crowdlending* est bien plus adapté au financement des PME, qu'à celui des jeunes sociétés²⁹⁰⁵. En effet, pour séduire les contributeurs, il faut présenter un projet solide et garantir, dans la mesure du possible, le paiement d'un intérêt suffisamment conséquent. Les jeunes sociétés n'y parviendront en général pas, puisque leur projet commercial n'a pas encore fait ses preuves et est, de ce fait, bien plus risqué. Les raisons pour lesquelles le financement par fonds étrangers n'est pas le financement typique des jeunes sociétés s'appliquent *mutatis mutandis* au *crowdlending* (cf. N 314).

1453

²⁹⁰⁰ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 43.

²⁹⁰¹ ANCELLE/FISCHER, § 9 ; ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 3.

²⁹⁰² BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 13 ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2017*, p. 4 ; POSKRIAKOV, *Crowdlending*, § 7, qui précise que ce terme est toutefois graduellement abandonné.

²⁹⁰³ REICHMUTH/VON DER CRONE, p. 259s.

²⁹⁰⁴ REISER, *Bankbegriff*, p. 813.

²⁹⁰⁵ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 19.

II. Marché suisse

1454 En Suisse, le *crowdfunding* a fortement progressé, voire carrément explosé : les fonds récoltés sont passés de CHF 3.5 mio en 2014 à 7.9 mio en 2015, 55.1 mio en 2016, pour atteindre 186.7 mio en 2017. Ces chiffres devraient continuer de croître, en raison des prêts aux PME toujours plus fréquents et du *crowdfunding* immobilier qui a le vent en poupe²⁹⁰⁶. En 2017 toujours, le montant moyen levé par projet entrepreneurial était de presque CHF 300'000, et chaque contributeur prêtait en moyenne environ CHF 25'000 par projet entrepreneurial²⁹⁰⁷. Le *crowdfunding*, même s'il s'est beaucoup développé, reste encore extrêmement marginal, puisque ce ne sont pas moins de CHF 7.2 mia qui ont permis de financer des sociétés par fonds étrangers en 2017²⁹⁰⁸.

III. Prêt

A. Ordinaire

1455 Lorsqu'une société souhaite obtenir des fonds étrangers par le biais d'un financement participatif, elle entre dans un contrat de prêt de consommation (art. 312 ss CO) avec le contributeur, et non dans un emprunt obligataire²⁹⁰⁹. En cause, le fait que l'emprunt n'est pas divisé en tranches et à des conditions uniformes. Notamment, les taux d'intérêt applicables à chaque prêteur peuvent différer ou varier selon le montant du prêt, le stade d'avancement de la jeune société ou sa situation financière. Par ailleurs, les créances découlant des contrats de prêt ne sont pas incorporées dans des titres (art. 965 ss CO) ou émises sous forme de droits-valeurs (art. 973c CO) : le transfert de créance, lorsqu'il est n'est pas exclu par les parties, se fait ainsi par simple cession écrite (art. 164 CO). Enfin, le nombre de prêteurs est généralement limité à 20 (art. 6 al. 2 OB, *cf.* N 1466). Il découle de cela que les créances ne sont pas des valeurs mobilières, à savoir des produits standardisées et susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché (art. 2 lit. b LIMF et 2 al. 1 OIMF) et ne peuvent donc pas être considérés comme des obligations, contrairement à l'émission de certains jetons, dans le cadre d'ICOs (*cf.* N 1613 ss).

²⁹⁰⁶ POSKRIAKOV, *Crowdfunding*, § 4. Voir aussi DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2017*, p. 8.

²⁹⁰⁷ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 19.

²⁹⁰⁸ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 12 et les références citées.

²⁹⁰⁹ ANCELLE/FISCHER, § 10 ; CLEMETSON ET AL., p. 2 ; KUNZ, *Crowdfunding*, § 25 et ndbp 20 ; POSKRIAKOV, *Crowdfunding*, § 9. Pour des explications détaillées quant à la qualification de ce contrat, *cf.* SCHNEUWLY, *Crowdfunding*, p. 1614.

Les bailleurs de fonds, contributeurs, attendent un versement régulier à titre d'intérêts, en sus du remboursement, à terme, des fonds prêtés²⁹¹⁰. Il serait tout à fait envisageable de moduler le paiement des intérêts. Par exemple, le paiement d'intérêts pourrait être suspendu tant que la société ne réalise pas de bénéfice. Nous renvoyons à ce qui a été dit dans le cadre du chapitre concernant le financement par fonds étrangers, notamment en ce qui concerne les taux d'intérêt excessifs ou usuraires, ou l'obligation d'utiliser les fonds conformément au but visé.

1456

B. Partiaire

Dans le cadre du *crowdlending*, le financement participatif peut se faire par le biais du prêt partiaire (*cf.* N 1286). Il est alors possible de prévoir que le contributeur participe au bénéfice après une certaine durée. Qualifié de financement hybride dans le reste du présent travail, nous avons décidé de le faire figurer dans ce chapitre, contrairement à BAUMANN et ESSEBIER/AUF DER MAUR, qui le classent dans le chapitre dédié au *crowdinvesting*²⁹¹¹. En effet, la notion de « financement participatif hybride » n'existe pas à ce jour. Notre raisonnement se justifie par le fait que le prêt partiaire est essentiellement constitué d'un contrat de prêt de consommation et que l'investisseur n'entre pas au capital. Il s'agit donc, formellement, d'un financement par fonds étrangers et partant, de *crowdlending*.

1457

Nous avons eu l'occasion de définir en détails le prêt partiaire dans les chapitres précédents. Retenons cependant que le prêt partiaire prévoit, à titre de rémunération de l'emprunt, en sus ou à la place des intérêts ordinaires, un intérêt calculé selon le bénéfice de la société. Il présente l'avantage, pour la jeune société à financer, d'éviter toute intrusion malvenue du contributeur dans la gestion de ses affaires ; ainsi, en utilisant l'institution du prêt partiaire, la société se ménage une plus large autonomie que si elle ouvrait son capital aux contributeurs. Le prêt partiaire, encore peu utilisé en Suisse, est souvent pratiqué en Allemagne, particulièrement dans le contexte du financement participatif²⁹¹².

1458

²⁹¹⁰ DEFR, *Financement* <<https://www.kmu.admin.ch/kmu/fr/home/savoir-pratique/finances/financement.html>> (consulté le 27 juin 2019) ; REISER, *Bankbegriff*, p. 813.

²⁹¹¹ ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 3. Tout comme BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 13.

²⁹¹² BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 203.

C. *Excursus* : l'emprunt par obligations

- 1459 Dans le cadre du présent travail, nous avons écarté l'émission d'obligations (*cf.* N 24 ss), inadaptée au financement de jeunes sociétés²⁹¹³ : en cause, sa « législation vieillissante et guère adaptée aux technologies actuelles »²⁹¹⁴. Nous jugeons pertinent d'y revenir brièvement dans le contexte du prêt participatif.
- 1460 L'organisation d'un financement participatif par l'instrument des obligations impose le respect de plusieurs dispositions légales. En premier lieu est exigée la publication d'un prospectus (art. 1156 CO). Sous l'empire du nouveau droit des marchés financiers, il faudra, en plus du prospectus d'émission (art. 35 ss LSFfin), publier une feuille d'information (art. 58 ss LSFfin). Par ailleurs, les conditions de l'art. 1157 CO semblent remplies dans le cadre d'un financement participatif par émission d'obligations²⁹¹⁵ ; il existe donc une communauté des créanciers, qu'il faudra organiser selon les art. 1158 ss CO (prise de décision, tenue d'assemblée des créanciers, nomination d'un représentant, soumission au contrôle ordinaire). Cela représente une charge administrative et financière trop lourde pour une jeune société ou une PME, qui sera bien avisée de recourir à d'autres instruments de financement²⁹¹⁶.

IV. Cadre légal

A. Droit bancaire

- 1461 Eu égard au prêt participatif, se pose en premier lieu la question de savoir si le fait, pour la société initiante, d'emprunter auprès du public doit être considéré comme une acceptation de dépôts du public et partant, si une autorisation bancaire est nécessaire. Les sociétés et les plateformes impliquées dans un

²⁹¹³ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 732 ; ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 15 ; REICHMUTH/VON DER CRONE, p. 261s. Nous référons d'ailleurs le lecteur à cette dernière publication pour un aperçu des conséquences, notamment fiscales, que la publication d'un prospectus entraînera.

²⁹¹⁴ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 378.

²⁹¹⁵ *Cf.* à ce sujet, FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 372s.

²⁹¹⁶ Du même avis, BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 200 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 378. Voir toutefois le cas de l'ICO d'*envion SA*, ayant tenté de se financer par un emprunt obligataire sur la *blockchain*, mais qui a été liquidée en raison de carences organisationnelles avant que la FINMA ne puisse réellement se pencher sur le cas, *cf.* Communiqué presse FINMA 2019, § 2 ss.

projet de *crowdlending* devront impérativement éviter d'être soumises à autorisation, en raison de la lourdeur et des coûts qu'une telle autorisation implique²⁹¹⁷.

1. Dépôts du public

Selon la LB et son ordonnance, lorsqu'une société fait appel au public pour obtenir des dépôts, elle agit à titre professionnel au sens de la LB et doit donc obtenir une autorisation de la FINMA (art. 1 al. 2 LB et art. 6 OB). On considère qu'il s'agit d'un dépôt dès le moment où la société prend un certain engagement de remboursement en faveur des contributeurs²⁹¹⁸. La loi suisse ne propose pas de définition positive de la notion de « dépôt du public »²⁹¹⁹. Le droit européen la définit comme le fait de « recueillir du public des fonds remboursables »²⁹²⁰ et laisse le soin aux législations nationales de préciser cette notion²⁹²¹.

1462

Le Tribunal fédéral a toutefois confirmé, fin 2016, que lorsque l'on promet le remboursement à l'investisseur (« *unbedingter Anspruch auf Rückleistung* »), il s'agit d'un dépôt au sens du droit bancaire²⁹²². La condition de l'obligation de remboursement peut être remplie par la présence d'engagements à caractère de capital étranger, comme par exemple « des promesses de rachat avec garantie de revenu »²⁹²³. En d'autres termes et comme l'a rappelé le TAF, pour qu'il existe un dépôt au sens du droit bancaire, le contributeur doit avoir un droit

1463

²⁹¹⁷ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 12 ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 8, qui précise de manière imagée que la plateforme devrait essayer de rester « sous le radar » de la FINMA.

²⁹¹⁸ Communication FINMA 2017, p. 3 ; MOLO/DRZALIC, p. 49 ; MÜLLER/MIGNON, p. 490 ; WALDER WYSS, *ICO*, p. 4.

²⁹¹⁹ REICHMUTH/VON DER CRONE, p. 257 ; SCHÖNKNECHT, *Einlagebegriff*, p. 300. Voir aussi Circulaire FINMA 2008/3, proposant des éléments de définition quant à la liste de l'art. 5 al. 3 OB, se limitant, au surplus, à déclarer « que tous les passifs ont le caractère de dépôts ».

²⁹²⁰ Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, § (6).

²⁹²¹ A titre exemplatif, on peut relever la définition posée par le Code monétaire et financier français, en son art. L312-2 : « [s]ont considérés comme fonds remboursables du public les fonds qu'une personne recueille d'un tiers, notamment sous la forme de dépôts, avec le droit d'en disposer pour son propre compte mais à charge pour elle de les restituer ».

²⁹²² TF 2C_352/2016 du 9 décembre 2016, consid. 3.3, ainsi que le commentaire dudit arrêt : REICHMUTH/VON DER CRONE, p. 264.

²⁹²³ Guide pratique FINMA 2018, p. 6.

inconditionnel au remboursement de ses fonds²⁹²⁴. Quant à la dimension publique du dépôt, nous renvoyons aux considérations développées dans le cadre de la souscription publique (*cf.* N 1492).

- 1464 Cela signifie que le financement obtenu sera un dépôt au sens bancaire s'il constitue des capitaux étrangers pour la société²⁹²⁵ et qu'il ne s'agit pas d'un emprunt obligataire (art. 5 al. 3 lit. b OB). Ainsi, une société souhaitant récolter des fonds par le biais du *crowdfunding* serait bien avisée de se renseigner auprès de la FINMA, afin d'obtenir un *ruling* préalable²⁹²⁶. Il existe toutefois certaines exceptions permettant d'échapper aux réglementations bancaires, que nous nous proposons de développer ci-dessous. En ce qui concerne la plateforme, nous renvoyons à ce qui a été dit plus haut (*cf.* N 1404).

2. Exceptions

- 1465 L'art. 6 OB prévoit toutefois une série d'exceptions selon lesquelles il n'y a pas d'activité professionnelle lorsque certaines conditions sont remplies. Il faut que l'initiateur accepte moins de 20 dépôts du public, et ne fasse pas appel au public pour les obtenir (art. 6 al. 1 et 2 OB). Lesdits dépôts acceptés ne doivent pas dépasser CHF 1 mio. Enfin, les déposants doivent être informés qu'il n'y a pas de surveillance de la FINMA et que le dépôt n'est pas couvert par la garantie des dépôts (art. 6 al. 2 OB).
- 1466 En pratique, les jeunes sociétés échappent à la surveillance de la FINMA en bénéficiant de l'exception prévue par l'art. 6 al. 2 OB²⁹²⁷, qui précise que celui qui accepte moins de 20 dépôts du public ou accepte moins de CHF 1 mio n'agit pas à titre professionnel au sens du droit bancaire (la fameuse *sandbox*, *cf.* N 1410). Cela va cependant à l'encontre du principe même de financement par la *crowd*, qui veut qu'un très grand nombre de personnes participe au financement de la jeune société. Une autre exception de taille permettant aux sociétés de profiter du prêt participatif est celle de l'art. 6 al. 3 OB, qui assouplit le régime pour les sociétés « exerçant une activité artisanale et industrielle comme activité principale [et] utilis[ant] les dépôts du public pour financer cette activité ». Certaines plateformes prévoient un système de tri des contributeurs ; seuls les contributeurs sélectionnés peuvent voir les projets proposés. L'idée ici est d'éviter la qualification d'« appel au public » en limi-

²⁹²⁴ Arrêts TAF B-4354/2016 du 30 novembre 2017 et TAF B-4772/2017 du 19 décembre 2017. Pour une brève analyse de ces arrêts, *cf.* ESSEBIER/BOURGEOIS, p. 570.

²⁹²⁵ DURAND, *Crowdinvesting*, p. 28.

²⁹²⁶ Rapport jeunes entreprises 2013, p. 76 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 290.

²⁹²⁷ ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 16. *Contra* REICHMUTH/VON DER CRONE, p. 261.

tant le cercle des contributeurs. La validité de cette approche ne fait cependant pas encore l'objet d'un consensus absolu²⁹²⁸. Sur la base de l'art. 6 OB, il est à notre avis envisageable d'argumenter qu'une société souhaitant obtenir des dépôts par le biais du *crowdlending* n'agit pas « sur une longue période » comme le stipule l'art. 6 OB ; elle n'agirait dès lors pas à titre professionnel même si elle obtient plus de 20 dépôts et n'aurait pas besoin de licence bancaire. La limite de CHF 1 mio de l'art. 6 al. 2 ch. 2 OB continue toutefois de s'appliquer.

Enfin, la licence *fintech* (art. 1b LB) est une autre exception dont peut bénéficier une jeune société souhaitant lancer une campagne de *crowdlending* et permettant d'éviter la surveillance de la FINMA. Selon cette disposition, les sociétés acceptant à titre professionnel des dépôts du (ou faisant appel au) public, jusqu'à CHF 100 mio et qui n'investissent ni ne rémunèrent ces dépôts restent soumis au droit bancaire (al. 1). Toutefois, lorsqu'elles disposent de ressources suffisantes, d'une gestion adéquate des risques et d'un contrôle interne efficace, et que les personnes chargées de l'administration jouissent d'une bonne réputation (al. 3), alors un régime de surveillance *light* s'applique : les comptes sont établis selon le CO et soumis au contrôle ordinaire ou restreint, sans possibilité d'y renoncer (art. 727a al. 1 CO *cum* art. 1b al. 4 lit. b LB). Dès le moment où ces conditions ne sont plus remplies ou que le seuil de CHF 100 mio est dépassé, alors la société doit s'annoncer auprès de la FINMA (al. 6). Cette dernière peut, au cas par cas, accorder des exceptions et faire malgré tout bénéficier des sociétés ne respectant pas le seuil précité de la licence *fintech* (al. 5).

1467

A noter que lorsque le projet est de nature privée et non commerciale, il est possible que le contributeur, autrement dit le prêteur, soit soumis aux règles de la LCC²⁹²⁹. Le projet de financement d'une jeune société ne peut cependant pas constituer un tel cas²⁹³⁰, si bien qu'il est inutile de s'attarder sur cette problématique.

1468

B. Droit des sociétés

En dehors des dispositions relatives aux situations de pertes de capital et de surendettement (art. 725 ss CO), le droit des sociétés ne pose pas de limite

1469

²⁹²⁸ POSKRIAKOV, *Crowdlending*, § 17 ; ainsi que TF 2C_89/2010 du 10 février 2011, consid. 5.3.2 qui se penche sur la notion d'appel au public.

²⁹²⁹ Message LSFIn/LEFin 2015, p. 8145 ; Rapport jeunes entreprises 2013, p. 76 ; ANCELLE/FISCHER, § 27 ; ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 22.

²⁹³⁰ POSKRIAKOV, *Crowdlending*, § 12.

particulière quant à la faculté de la société d'emprunter de l'argent. Néanmoins, dans le cas où la société souhaite emprunter par l'émission d'obligations (art. 1156 CO), il ne s'agit plus de dépôts bancaires (art. 5 al. 3 lit. b OB). Rappelons à nouveau que l'émission d'obligations par une jeune société ne se rencontre pour ainsi dire jamais en pratique, en raison des coûts trop élevés liés à une telle émission²⁹³¹. Lorsqu'un prospectus est requis et qu'il fait défaut, l'émetteur engage sa responsabilité civile²⁹³² et pénale²⁹³³ (art. 752 CO, 46 LB et 148 al. 1 lit. f LPCC) ; la plateforme peut être co-responsable lorsqu'elle a participé, d'une manière ou d'une autre, à la préparation du prospectus. La publication d'un prospectus a toutefois l'avantage d'éviter que la levée de fonds soit qualifiée d'activité bancaire au sens de la LB (art. 5 al. 3 lit. b OB)²⁹³⁴. Nous reviendrons sur le contenu du prospectus d'émission dans le cadre de la souscription publique d'actions liée au *crowdinvesting*, ainsi que sur les modifications que la LSFIn et LEFin apportent (*cf.* N 1498). En effet, comme le précise l'art. 1156 al. 2 CO, les dispositions concernant le prospectus d'émission d'actions nouvelles s'appliquent par analogie.

Chapitre 4 : *Crowdinvesting*

1470 Le *crowdinvesting* est une forme de financement qui doit absolument être envisagée par une jeune société, lorsqu'il paraît réalisable. Alors que les autres formes de financement ne permettent pas forcément de lever des fonds importants (dans le cas du *crowddonating* et du *crowdsupporting*), ou uniquement à des conditions peu avantageuses pour une jeune société (dans le cas du *crowdlending*), le *crowdinvesting* permet de trouver de réels « investisseurs », intéressés par la prise de risque et les rendements élevés que le financement de jeunes sociétés offre, et prêts à investir, ensemble, un montant significatif.

²⁹³¹ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 732 ; ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 15 ; REICHMUTH/VON DER CRONE, p. 261s.

²⁹³² BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 732.

²⁹³³ ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 15 et les références citées.

²⁹³⁴ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 732.

I. Notion

Parfois nommé « *equity crowdfunding* »²⁹³⁵, le *crowdinvesting* est un financement participatif par fonds propres²⁹³⁶, particulièrement adapté au financement de jeunes sociétés. En effet, les sociétés passant par le biais du *crowdinvesting* sont souvent en phase d'amorçage ou de développement initial (« *seed/early stage* », cf. N 53)²⁹³⁷ et peuvent généralement espérer un financement allant de CHF 100'000 à CHF 1 mio²⁹³⁸. C'est à ce moment que la recherche et/ou le développement d'un produit sont entamés ou que les premiers prototypes sont réalisés.

1471

Le contributeur obtient une partie du capital de la société²⁹³⁹ en échange de sa contribution. Il est essentiellement intéressé par un retour sur investissement²⁹⁴⁰ et accepte de mettre les fonds à disposition de la société pour plusieurs années²⁹⁴¹.

1472

II. Marché suisse

En Suisse, le *crowdinvesting* est relativement récent, mais rencontre déjà un franc succès, en particulier chez les jeunes sociétés. A titre d'illustration, le volume du *crowdinvesting* a augmenté de plus de 100% en Europe, entre 2005 et 2015²⁹⁴². En Suisse, alors que CHF 7.1 mio étaient levés en 2015 par *crowdinvesting* en Suisse, ce ne sont pas moins de CHF 19 mio qui ont été levés en 2017 par 18 jeunes sociétés²⁹⁴³. Il existe cependant un fort potentiel de développement²⁹⁴⁴ puisque l'investissement ordinaire par fonds propres dans les

1473

²⁹³⁵ Cf. CLEMETSON ET AL., p. 2 ; SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 278 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 24 ; ZHANG, *Crowdfunding*, p. 20.

²⁹³⁶ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 9 ; CLEMETSON ET AL., p. 2 ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 4 ; ESSEBIER/AUF DER MAUR, § 3 ; POSKRIAKOV, *Crowdlending*, § 7 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 26.

²⁹³⁷ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 4 ; DURAND, *Crowdinvesting*, p. 22 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 64.

²⁹³⁸ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 49.

²⁹³⁹ ANCELLE/FISCHER, § 12 ; BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 9 et les références citées ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 3.

²⁹⁴⁰ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 38.

²⁹⁴¹ Cela peut aller jusqu'à dix ans, cf. BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 38.

²⁹⁴² ANCELLE/FISCHER, § 12 ; SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*, p. 20. En 2015, ce sont CHF 7.1 mio qui ont été levés contre 4.1 mio en 2014, cf. DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 12.

²⁹⁴³ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 17.

²⁹⁴⁴ VON DER CRONE/PROJER, p. 66.

jeunes sociétés suisses en 2015 avoisinait CHF 670 mio²⁹⁴⁵. Lorsque l'on compare ces montants au *crowdsupporting*, on s'aperçoit qu'ils diffèrent largement : bien moins de projets mais des montants beaucoup plus importants. En cause, les objectifs de rendements élevés des investisseurs en cas de *crowdinvesting*²⁹⁴⁶, contrebalancé par une prise de risque accrue.

- 1474 Les causes de cet essor sont liées, entre autres, aux taux d'intérêt relativement bas actuellement et à l'instabilité des marchés financiers²⁹⁴⁷ : les personnes fortunées s'intéressent plus facilement aux investissements alternatifs. En outre, les plateformes de *crowdinvesting* informent l'investisseur et lui permettent de s'impliquer plus personnellement dans des jeunes sociétés crédibles²⁹⁴⁸. Enfin, le *crowdinvesting* complète le financement déjà effectué par les investisseurs traditionnels²⁹⁴⁹, en tant qu'il permet à plusieurs « petits » investisseurs (par exemple des *business angels*) d'investir ensemble des montants élevés, aux côtés de sociétés de capital-risque, durant les tours de financement traditionnels.

III. Entrée au capital

- 1475 Dans le cadre du *crowdinvesting*, les rapports qui naissent entre l'initiateur du projet, à savoir la jeune société, et le contributeur, sont plus complexes que dans le cadre du *crowdsupporting* ou *crowdlending*. En effet, le contributeur obtient une participation dans la société et entre au capital de la jeune société ; comme le relève FAVROD-COUNE, l'investissement des contributeurs se fait, en règle générale, directement dans la société²⁹⁵⁰. Le contributeur devient donc un associé à part entière. Les rapports découlent du droit des sociétés mais ont aussi une dimension contractuelle, puisqu'il s'agira en règle générale de prendre part à une convention d'actionnaires et à un contrat d'investissement²⁹⁵¹.
- 1476 En sus de ce qui a été dit précédemment au sujet des droits des investisseurs dans le cadre du financement par fonds propres, nous considérons qu'il est judicieux de se pencher sur les particularités liées aux droits sociaux et patrimoniaux du contributeur, dans le cadre d'une campagne de *crowdinvesting*.

²⁹⁴⁵ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 11.

²⁹⁴⁶ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2016*, p. 32.

²⁹⁴⁷ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2016*, p. 42.

²⁹⁴⁸ *Ibid.*

²⁹⁴⁹ ANCELLE/FISCHER, § 12.

²⁹⁵⁰ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 45.

²⁹⁵¹ ANCELLE/FISCHER, § 13 ; CLEMETSON ET AL., p. 2.

A. Contrats

A l'instar du financement par fonds propres, les contributeurs concluront un contrat d'investissement et une convention d'actionnaires avec les actionnaires existants (en principe les fondateurs et/ou de précédents investisseurs)²⁹⁵². Ces contrats permettent de régler la prise de participation, les mécanismes visant à assurer la coordination de la foule et l'exécution de la convention, ainsi que les droits sociaux et patrimoniaux des parties. Plutôt que de négocier longuement ces contrats avec la foule de contributeurs et la multitude de personnalités la composant, il est recommandé d'établir le contenu de ces contrats préalablement, et de soumettre la conclusion du contrat d'investissement à la signature de la convention d'actionnaires²⁹⁵³.

1477

Selon nous, les contrats devraient être disponibles lors du lancement de la campagne de *crowdinvesting* et devraient être acceptés en bloc par les contributeurs lorsqu'ils décident d'investir, à l'instar de conditions générales. Une telle manière de procéder peut paraître extrême, mais elle prend tout son sens lorsque le nombre de contributeurs s'élève à des centaines, voire des milliers comme c'est parfois le cas durant certaines ICO. Actuellement toutefois, les campagnes de *crowdinvesting* semblent plutôt réunir quelques dizaines de contributeurs, si bien qu'il est bien plus facile de faire preuve de flexibilité durant les négociations et la rédaction des contrats.

1478

B. Prise de participation

Nous nous proposons de développer plus avant l'un des éléments caractéristiques du *crowdinvesting*, à savoir la prise de participation par la foule de contributeurs. Les parties seront en principe liées par une convention de souscription et une convention d'actionnaires²⁹⁵⁴, qui régleront le transfert des parts, le droit de vote et le *reporting*, c'est-à-dire le droit aux renseignements. Les rapports liant les parties sont identiques à ceux tissés avec les investisseurs en fonds propres, comme par exemple les sociétés de capital-risque²⁹⁵⁵. Pour cette raison, nous invitons le lecteur à se référer aux chapitres précédents et nous contenterons d'analyser les particularités liées au financement participatif, à savoir la présence d'une « foule » d'investisseurs. Dans ce qui suit, nous

1479

²⁹⁵² *Ibid.*

²⁹⁵³ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 360.

²⁹⁵⁴ CLEMETSON ET AL., p. 2. *Contra* SPACEK, *Online-crowdfunding*, p. 291, qui considère que le financement participatif par fonds propres est trop complexe pour être standardisé.

²⁹⁵⁵ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 27.

relevons que la prise de participation par le contributeur peut s'effectuer de deux manières : soit la société n'a pas encore été créée et elle devra l'être, soit la société existe déjà et il s'agit de faire entrer les contributeurs au capital préexistant.

1. Société à créer

- 1480 Si la société n'a pas encore été créée, alors les contributeurs deviennent de réels fondateurs, ou plutôt des co-fondateurs. C'est généralement la forme de la société anonyme qui sera choisie, pour des raisons de flexibilité principalement²⁹⁵⁶ (*cf.* N 144). A noter que, dans ce cas de figure, et contrairement aux cas d'augmentations de capital ordinaire ou autorisée, il n'existe pas d'obligation de publier un prospectus d'émission²⁹⁵⁷ : cela est logique car il n'existe encore aucune donnée relative à la société, si bien que la publication d'un prospectus d'émission ne ferait aucun sens.
- 1481 Lorsque la société n'a pas encore été créée, il est habituel que le fondateur et les contributeurs passent ensemble un acte de fondation (art. 629 CO) ; comme le précise cette disposition, l'acte constitutif doit être passé en la forme authentique. Le fondateur souscrira aux côtés des contributeurs et conservera généralement une majorité lui permettant de contrôler la société²⁹⁵⁸. Tous seront alors fondateurs au sens du droit des sociétés²⁹⁵⁹. Le contenu exact de l'acte constitutif est précisé à l'art. 44 ORC. Rappelons brièvement que le nouveau droit de la SA prévoit, entre autres, la suppression de l'exigence de forme authentique pour la constitution de sociétés dites simples (*cf.* N 156).
- 1482 Puisque le financement participatif aboutit, dans la règle, à des apports en espèces, c'est une fondation avec apport en espèces qui prend place. Les parties sont considérées comme des souscripteurs, en tant qu'elles souscrivent les actions et s'engagent à effectuer les apports promis devant le notaire²⁹⁶⁰. Pour la doctrine, cela est extrêmement handicapant dans le cadre du *crowdfunding* en raison du nombre élevé de contributeurs²⁹⁶¹. Ce n'est, selon nous, pas un obstacle de taille : il reste possible de fonder une société, même en présence

²⁹⁵⁶ Pour plus de détails à ce sujet, *cf.* DURAND, *Crowdfunding*, p. 22s.

²⁹⁵⁷ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652a N 1s. *a contrario*.

²⁹⁵⁸ DURAND, *Crowdfunding*, p. 23.

²⁹⁵⁹ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 629 N 2. À ce sujet, *cf.* N 78.

²⁹⁶⁰ BAUMANN, *Crowdfunding*, p. 118 et les références citées ; CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 629 CO N 2 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 233.

²⁹⁶¹ HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 8 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 24. Plus nuancé, FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 234.

d'une multitude de souscripteurs, puisque la loi n'en limite pas le nombre (art. 625 CO) ; en outre, il reste possible de se faire représenter, comme nous le verrons dans les sections suivantes.

2. Société déjà créée

En principe, lorsqu'une jeune société lance une campagne de *crowdinvesting*, elle possède déjà un *business plan* solide et peut se permettre d'attendre entre six et huit mois pour obtenir les fonds²⁹⁶². Il ressort de la pratique que la jeune société est, en règle générale, créée avant la levée de fonds participative. Dans une telle hypothèse, les contributeurs sont alors des investisseurs et non des co-fondateurs. A nouveau, et comme nous l'abordons dans la suite du travail, des mécanismes de représentation peuvent être mis en place.

1483

Les parts remises aux contributeurs le seront par le biais d'une augmentation de capital. Il est aussi envisageable que les fondateurs initiaux remettent une partie de leurs actions aux contributeurs, préalablement réservées pour le processus de *crowdinvesting*.

1484

a. Augmentation de capital

Pour pouvoir remettre les actions aux nouveaux actionnaires, c'est-à-dire aux contributeurs, l'assemblée générale doit généralement augmenter le capital-actions de la société, par le biais d'une augmentation de capital ordinaire ou autorisée. Il arrive que les fondateurs souscrivent une partie des actions aux côtés des contributeurs pour éviter une dilution²⁹⁶³ ; c'est plus rarement le cas lorsque des sommes très élevées sont injectées dans la société.

1485

Dans le cas d'une augmentation ordinaire, la décision doit être exécutée par le conseil d'administration et inscrite au registre du commerce dans les trois mois, à défaut de quoi elle devient caduque (art. 650 al. 3 CO)²⁹⁶⁴. Ce délai est extrêmement court dans le cas d'un financement participatif où le projet doit être accepté par la plateforme et peut se solder par un échec ; il faut en outre

1486

²⁹⁶² VON DER CRONE/PROJER, p. 24.

²⁹⁶³ DURAND, *Crowdinvesting*, p. 23.

²⁹⁶⁴ ATF 119 II 463, JdT 1994 I 616 : l'art. 80 al. 2 ORC complète l'art. 650 al. 3 CO, en précisant que l'augmentation du capital doit être annoncée dans les trois mois à partir de la décision de l'assemblée générale et que les réquisitions qui parviennent au registre du commerce après l'expiration de ce délai doivent être rejetées (consid. 2c). A noter que la révision du droit de la société anonyme allongerait ce délai à six mois (art. 652 al. 3 P-CO).

disposer de suffisamment de temps pour séduire les contributeurs²⁹⁶⁵. C'est pour cela que l'augmentation de capital devrait être votée seulement une fois que le projet de financement a abouti²⁹⁶⁶. A ce stade-là, il n'existe encore que peu d'actionnaires (en règle générale les fondateurs) si bien qu'il est relativement rapide et simple de décider de l'augmentation du capital²⁹⁶⁷.

- 1487 La voie de l'augmentation de capital autorisée peut aussi être envisagée. Elle comporte l'avantage de prévoir un délai bien plus long : le conseil d'administration peut augmenter le capital pendant les deux ans suivant la décision de l'assemblée générale. Seulement, l'augmentation ne peut dépasser la moitié du capital-actions existant avant l'augmentation (art. 651 al. 2 *in fine* CO). Selon les cas, cela est trop bas pour être réellement utile²⁹⁶⁸.
- 1488 L'augmentation de capital conditionnelle ne peut, quant à elle, pas être utilisée car les contributeurs ne font pas parties du cercle de personnes pouvant en bénéficier (art. 653 al. 1 CO) (*cf.* N 1277 ss).

b. Prospectus d'émission

- 1489 Si l'initiateur décide d'augmenter le capital (art. 650 ss CO) de la société, de manière ordinaire ou autorisée²⁹⁶⁹, et d'émettre des nouvelles actions destinées aux contributeurs, il doit en principe publier un prospectus d'émission, pour autant que la souscription soit considérée comme « publique ». En d'autres termes, une société offrant des actions en souscription publique devra publier un prospectus d'émission, conformément à l'art. 652a al. 1 CO. Précisons que l'établissement d'un prospectus d'émission est un processus relativement coûteux²⁹⁷⁰, ce que la jeune société souhaitera éviter dans la mesure du possible.
- 1490 Dans les sections suivantes, nous proposons de définir en premier lieu le prospectus d'émission, puis de déterminer ce qui constitue une souscription publique. Ensuite, la notion d'émission directe et la possibilité de souscrire par le biais d'internet seront abordées. Enfin, nous terminerons par préciser que ce régime est entièrement chamboulé par l'entrée en vigueur en 2020 de la nouvelle législation relative aux services financiers : en effet, les art. 652a et 752 CO seront abrogés, permettant ainsi une unification des règles concernant

²⁹⁶⁵ DURAND, *Crowdfunding*, p. 23s.

²⁹⁶⁶ *Contra* FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 241, qui cite des arguments logistiques et marketing.

²⁹⁶⁷ BAUMANN, *Crowdfunding*, p. 119s. ; DURAND, *Crowdfunding*, p. 24.

²⁹⁶⁸ BAUMANN, *Crowdfunding*, p. 120 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 242.

²⁹⁶⁹ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652a N 1.

²⁹⁷⁰ VON DER CRONE/PROJER, p. 45.

l'obligation de publication d'un prospectus lors de l'émission de valeurs mobilières²⁹⁷¹.

(i) *Définition*

Selon l'art. 652a CO, une société qui offre des actions en souscription publique doit publier un prospectus d'émission, fournissant un certain nombre d'informations, comme par exemple le montant et la composition du capital-actions ou les derniers comptes annuels. Il s'agit en définitive d'un document de quelques pages, pouvant être publié sous forme électronique²⁹⁷², qui sera déposé au registre du commerce comme pièce justificative (art. 46 al. 2 lit. f et 50 al. 1 ORC), et dont le contenu est défini à l'art. 652a CO. Selon l'al. 1 de cette disposition, lorsque des actions nouvelles sont offertes en souscription publique, la société publie un prospectus d'émission donnant des indications sur :

1491

1. le contenu de l'inscription figurant au registre du commerce, à l'exception des indications concernant les personnes autorisées à représenter la société ;
2. le montant et la composition actuels du capital-actions avec la mention du nombre, de la valeur nominale et de l'espèce des actions, ainsi que des privilèges attachés à certaines catégories d'entre elles ;
3. les dispositions statutaires concernant l'augmentation autorisée ou conditionnelle du capital-actions ;
4. le nombre des bons de jouissance et le contenu des droits qui leur sont attachés ;
5. les derniers comptes annuels et comptes de groupe avec les rapports de révision et, lorsque la date de clôture de ces comptes remonte à plus de six mois, des comptes intermédiaires ;
6. les dividendes payés pendant les cinq dernières années ou depuis la fondation ;
7. la décision relative à l'émission d'actions nouvelles.

(ii) *Notion de souscription « publique »*

L'alinéa 2 de l'article précité précise la notion de souscription *publique* : ainsi, est considéré comme public l'appel de souscription qui ne s'adresse pas à un cercle limité de personnes. Cette appréciation du « cercle limité » doit être qualitative plus que quantitative²⁹⁷³. Auparavant, la pratique utilisait fréquemment un critère purement quantitatif, à savoir la « règle des 20 » dans les

1492

²⁹⁷¹ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 259.

²⁹⁷² DURAND, *Crowdinvesting*, p. 24.

²⁹⁷³ BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, p. 368s. ; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652a N 3 ; CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652a N 3 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 24.

cas où la souscription s'adressait à plus de vingt personnes²⁹⁷⁴. Cependant, le TAF a rappelé en 2010 que l'utilisation de ce seuil ne devait pas impérativement s'appliquer, en tant qu'il n'était pas expressément prévu dans la loi²⁹⁷⁵. En réalité, il faut plutôt tenir compte de l'ensemble des circonstances du cas concret, notamment le biais par lequel l'appel de souscription est effectué.

1493 Selon une majorité d'auteurs²⁹⁷⁶, il semble indiscutable que la souscription soit publique puisque les contributeurs (la « *crowd* ») constituent un cercle illimité de personnes (art. 652a al. 2 CO *a contrario*), ce qui entraîne l'obligation de publication du prospectus d'émission et la responsabilité civile en découlant (art. 752 CO)²⁹⁷⁷. Le fait que l'offre de souscription se fasse par le biais d'internet uniquement ne modifie pas la donne²⁹⁷⁸. Les conclusions développées ci-dessus doivent certes être suivies ; selon nous, elles doivent toutefois être nuancées. À notre avis, le prospectus d'émission n'est pas toujours nécessaire dans le cadre du *crowdfunding*. En effet, certaines plateformes choisissent de trier les contributeurs en fonction de leurs moyens financiers ; une telle pratique sélective permet selon nous de limiter adéquatement le cercle de personnes²⁹⁷⁹.

1494 Dans le doute, l'initiateur devra pondérer plusieurs éléments : d'un côté, la publication d'un prospectus d'émission est un processus fastidieux qui entraîne certains coûts malvenus, et peut entraîner la responsabilité civile de son auteur (art. 752 CO) ; d'un autre côté, l'omission de publication du prospectus lorsque cette dernière était obligatoire constitue un cas de responsabilité dans l'administration et la gestion (art. 754 CO). Là aussi, on s'aperçoit que l'interconnectivité amenée par internet pose certains problèmes auxquels le législateur n'avait pas pensé.

²⁹⁷⁴ Plus de détails sur cette pratique, CR CO II(2008)-VENTURI/ZEN-RUFFINEN, art. 652a CO N 3s., ainsi que CR CO II-ZEN-RUFFINEN/URBEN, art. 652a CO N 4.

²⁹⁷⁵ TAF B-4409/2008 du 27 janvier 2010, consid. 7 ; GOOSSENS, *Distribution au public*, § 4. Pour une analyse de la notion de « souscription publique », cf. BAUMANN, *Crowdinvesting*, pp. 121-123 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 249 ss.

²⁹⁷⁶ ANCELLE/FISCHER, § 14 ; CLEMETSON ET AL., p. 3 ; DURAND, *Crowdinvesting*, p. 24 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 261 ; HETTICH, *Finanzierungsquellen für KMU*, p. 8 ; KUNZ, *Crowdfunding*, § 27 ; SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*, p. 36 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 31.

²⁹⁷⁷ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 732.

²⁹⁷⁸ BAUMANN, *Crowdinvesting*, pp. 118-123 ; SWISS CROWDFUNDING ASSOCIATION, *Crowdfunding*, p. 36.

²⁹⁷⁹ Par exemple, la plateforme *Investiere.ch* sur laquelle le contributeur doit se faire accréditer et être prêt à investir au minimum CHF 10'000. *Contra* DURAND, *Crowdinvesting*, p. 24.

(iii) *Émission directe*

Pour les cas où le prospectus d'émission est, selon les conditions que nous venons d'aborder, nécessaire²⁹⁸⁰, alors il faudra choisir l'émission directe (ou émission propre, « *Eigenemission* », « *Selbstemission* »)²⁹⁸¹, pour que ce soit la société qui émette et remette les actions au contributeur²⁹⁸². Lorsqu'un intermédiaire organise l'émission (en général un syndicat bancaire), il s'agit alors d'une émission dite « indirecte » (« *Fremdemission* »)²⁹⁸³, financièrement inenvisageable pour la jeune société²⁹⁸⁴.

1495

La société peut tout de même besoin de l'aide d'une entité externe pour structurer et organiser le financement : le rôle de plateforme doit ici être mis en exergue²⁹⁸⁵. Cette dernière doit cependant éviter d'être considérée comme une maison d'émission, au sens de l'art. 3 al. 2 OBVM, qui définit cette notion comme 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 ». Si cela devait être le cas, la plateforme serait soumise à la LBVM et à la surveillance en découlant (art. 10 *cum* art. 1 al. 1 LBVM). Il est donc important pour la plateforme de rester un simple intermédiaire et de ne pas proposer un marché secondaire et/ou d'aliéner elle-même les actions²⁹⁸⁶.

1496

(iv) *Souscription par le biais d'internet*

Dans le cadre du financement participatif, la question se pose de savoir si l'émission – respectivement la souscription – peut se faire par le biais d'internet. Selon l'art. 652 CO, le contributeur devra souscrire les actions dans le bulletin de souscription. Cette disposition renvoie aux règles applicables à la fondation (*cf.* N 1482). La voie purement numérique est donc exclue en ce qui concerne le *crowdinvesting*, contrairement à d'autres formes de financement participatif comme le *crowdsupporting* ou le *crowdlending*²⁹⁸⁷.

1497

²⁹⁸⁰ De cet avis, VON DER CRONE/PROJER, p. 31.

²⁹⁸¹ Guide pratique FINMA 2018, p. 5.

²⁹⁸² BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 118s. et les références citées ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 239 ; LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, p. 641.

²⁹⁸³ *cf.* FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 239.

²⁹⁸⁴ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 200, par analogie.

²⁹⁸⁵ DURAND, *Crowdinvesting*, p. 29, ainsi que BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 171s.

²⁹⁸⁶ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 174 ; DURAND, *Crowdinvesting*, p. 29.

²⁹⁸⁷ ANCELLE/FISCHER, § 14 ; DURAND, *Crowdinvesting*, p. 24.

c. Droit des services financiers

(i) *Prospectus d'émission*

- 1498 La LSFfin, dont l'entrée en vigueur est prévue début 2020, abrogera et remplacera les dispositions actuelles du CO concernant le prospectus d'émission (art. 652a, 752 et 1156 CO)²⁹⁸⁸. Cette nouvelle réglementation prévoit qu'un prospectus d'émission doit être publié (art. 35 LSFfin) et approuvé par un organe de contrôle des prospectus (art. 53 ss LSFfin), lorsqu'une offre d'acquisition de valeurs mobilières est soumise au public (art. 35 al. 1 *in initio* LSFfin), ou lorsqu'il est fait la demande que des valeurs mobilières soient admises à la négociation sur une plateforme de négociation (art. 26 lit. a LIMF *cum* art. 35 al. 1 LSFfin). Nous avons déjà eu l'occasion de préciser que les plateformes de financement participatif ne sont pas visées par cette disposition (*cf.* N 1414). Ainsi, c'est uniquement lorsque des valeurs mobilières sont offertes au public en vue de leur acquisition qu'il faudra déterminer si un prospectus d'émission doit être publié.
- 1499 En ce qui concerne la notion d'offre au public, nous relevons que, selon l'art. 3 lit. g et h LSFfin, constitue une offre au public toute proposition adressée au public d'acquérir un instrument financier. Elle doit comporter suffisamment d'informations sur les conditions de l'offre et l'instrument financier concerné, et doit être comprise comme telle par l'investisseur de bonne foi²⁹⁸⁹. En réalité, la notion d'offre publique « reste dans la lignée de celle élaborée par la doctrine pour l'art. 652a CO »²⁹⁹⁰.
- 1500 Reste à savoir si les titres de participation d'une jeune société devraient être qualifiés de valeurs mobilières au sens de la LSFfin. Comme le précise l'art. 3 lit. b LSFfin, les valeurs mobilières sont « les papiers-valeurs, les droits-valeurs, les dérivés et les titres intermédiés standardisés susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché ». Comme le relève d'ailleurs le Conseil fédéral, la définition des valeurs mobilières proposée par la LSFfin est identique à celle figurant à l'art. 2 lit. b LIMF²⁹⁹¹. FAVROD-COUNE est d'avis que les actions de la jeune société, remises dans le cadre d'une campagne de *crowdfunding*, constituent bel et bien des valeurs mobilières²⁹⁹². Cette position est douteuse : les actions sont certes des « instruments financiers » au sens

²⁹⁸⁸ Message LSFfin/LEFin 2015, p. 8123.

²⁹⁸⁹ Message LSFfin/LEFin 2015, p. 8148.

²⁹⁹⁰ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 261.

²⁹⁹¹ Message LSFfin/LEFin 2015, p. 8146.

²⁹⁹² FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 260.

de la LSFIn (art. 3 lit. a ch. 1 LSFIn), il n'en demeure pas moins qu'ils peuvent très bien, tant *de lege lata* que *de lege feranda*, se trouver hors de la définition de valeurs mobilières. Selon nous, il convient de distinguer les situations où le *crowdinvesting* fait intervenir une petite « foule » d'investisseurs (par exemple entre 10 et 20) : dans un tel cas, en dépit d'une multitude de contributeurs, il reste possible de moduler les conditions individuelles pour chaque contribution, notamment en ce qui concerne les droits sociaux, patrimoniaux et d'information de chaque actionnaire, à l'instar de ce qui a été dit dans le cadre du financement par fonds propres. A titre exemplatif, on pourrait prévoir que les contributions donnant droit à moins de 3% du capital social, ne procurent aucun droit à l'information contractuellement étendu, ou *a contrario*, que les investissements plus conséquents (par exemple en dessus de 10% du capital social) octroient au contributeur un droit de vote renforcé (contractuellement ou par le biais d'actions à droit de vote privilégié, art. 693 CO). En réalité et comme précédemment développé dans la troisième partie du présent travail, la liberté des parties de moduler la teinte sociale et/ou patrimoniale de la participation de chaque investisseur est extensive. Au vu de ces considérations, nous sommes d'avis que les titres de participation remis au contributeur ne sont pas forcément standardisés. En outre, les actions remises au contributeur pourraient toute à fait faire l'objet de restrictions de transmissibilité statutaires et de droits d'acquisition préférentielle contractuels (ce que nous recommandons, pour éviter l'entrée au capital de concurrents ou de tiers indésirables, et pour maîtriser le cercle actionnarial). Dans un tel cas, la susceptibilité de diffusion en grand nombre sur un marché secondaire est exclue.

Lorsque les titres de participation remis doivent être considérés comme des valeurs mobilières, en vertu de leur standardisation et susceptibilité de diffusion en grand nombre, alors que les exceptions mentionnées à l'art. 37 LSFIn ne changent aucunement la donne²⁹⁹³, celles de l'art. 36 LSFIn seront en principe applicables aux jeunes sociétés souhaitant lancer une campagne de *crowdinvesting*, comme nous le verrons dans ce qui suit.

1501

(ii) Contenu

Le prospectus, conçu à des fins de protection, devra permettre au public de connaître notamment la situation commerciale de la société, ainsi que les principaux risques et litiges la concernant. Le contenu détaillé du prospectus est énoncé à l'art. 40 LSFIn : il s'agit notamment des indications sur la situation

1502

²⁹⁹³ Sauf pour les rares cas où un but idéal est poursuivi (art. 37 al. 1 lit. i LSFIn).

de la société, le type de valeurs mobilières et le mode de placement²⁹⁹⁴. Un tel prospectus devra être contrôlé, avant la publication, par un organe de contrôle disposant d'un agrément de la FINMA (art. 52 al. 1 et 53 al. 1 LSFIn). La responsabilité civile et pénale des personnes ayant participé à un prospectus contenant des informations trompeuses ou inexactes continue d'être engagée, comme sous le régime actuel (art. 69 et 90 LSFIn). En réalité, l'établissement d'un tel prospectus d'émission continuera de représenter une « charge financière et administrative lourde »²⁹⁹⁵, particulièrement pour les jeunes sociétés.

(iii) Exceptions

- 1503 La LSFIn prévoit certaines exceptions, selon le type d'offres au public (art. 36 al. 1 LSFIn). Comme le précise le Conseil fédéral, les exceptions listées sont alternatives et non cumulatives²⁹⁹⁶. La LSFIn libère ainsi la société de l'obligation de publier un prospectus d'émission notamment lorsque l'offre au public s'adresse uniquement à des clients professionnels, à moins de 500 investisseurs privés ou qu'elle porte sur moins de CHF 8 mio en moins de 12 mois (art. 36 al. 1 LSFIn).
- 1504 Alors que la majorité de ces conditions ne sont, selon la doctrine dominante, d'aucune aide pour les sociétés lançant une campagne de *crowdfunding*²⁹⁹⁷, la dernière limite précitée (moins de 8 mio en moins de 12 mois²⁹⁹⁸) devrait en pratique permettre de couvrir la plupart des projets, lorsque l'on sait que le volume de financement moyen obtenu, par projet et par le biais du *crowdfunding* était de CHF 500'000 en 2017²⁹⁹⁹. Notons que cette limite de 8 mio était initialement de CHF 100'000 dans le premier projet du Conseil fédéral ; cette limite a toutefois été corrigée, tout d'abord par le Conseil national qui l'a élevée à CHF 2.5 mio, puis par le Conseil des États qui l'a fixée à 8 mio³⁰⁰⁰. En outre, et par ailleurs, comme nous l'avons déjà fait remarquer, certaines

²⁹⁹⁴ Voir aussi VON DER CRONE/PROJER, p. 33s.

²⁹⁹⁵ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 262s.

²⁹⁹⁶ Message LSFIn/LEFin 2015, p. 8170.

²⁹⁹⁷ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 268 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 35s.

²⁹⁹⁸ Cette limite quantitative et temporelle correspond aux prescriptions de l'Union européenne relatives à l'obligation de publication d'un prospectus d'émission, cf. Art. 3 al. 2 lit. b Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE.

²⁹⁹⁹ Voir la critique de VON DER CRONE/PROJER, p. 67s. Pour le chiffre de CHF 500'000, cf. DIETRICH/AMREIN, *Monitoring* 2016, p. 12.

³⁰⁰⁰ Objet du Conseil fédéral (15.073), <<https://www.parlament.ch/fr/ratsbetrieb/suche-curia-vista/geschaefft?AffairId=20150073>> (consulté le 27 juin 2019).

plateformes choisissent de trier les contributeurs en fonction de leur fortune. Seuls les investisseurs valablement acceptés par la plateforme auront accès aux détails du financement, ce qui pourrait être considéré comme un cercle limité de personnes et par conséquent ne pas constituer une offre « publique ».

Lors de l'élaboration de la LSFfin, il fut proposé de remplacer l'obligation de publier un prospectus par celle de publier les comptes annuels et/ou intermédiaires. Cela aurait permis aux contributeurs de se faire une idée correcte de la situation économique de la jeune société, tout en réduisant les coûts élevés liés à la publication du prospectus³⁰⁰¹. Ils ont été entendus, dans une certaine mesure : alors que les premiers projets de la LSFfin compliquaient et risquaient de « décourager les porteurs de projet de recourir au financement participatif »³⁰⁰², on s'aperçoit que l'entrée en vigueur de la LSFfin dans sa teneur finale simplifie et facilite la pratique du *crowdinvesting* en Suisse, puisque les exigences et conditions à remplir pour être libéré de l'obligation de publier un prospectus paraissent réalistes et raisonnables.

1505

L'une des dernières inconnues, pouvant se révéler particulièrement avantageuse pour le *crowdfunding* de jeunes sociétés, dépendra largement de la volonté politique du Gouvernement : en effet, l'art. 47 LSFfin donne la compétence au Conseil fédéral de prévoir des allègements pour les petites sociétés, dont font partie les PME³⁰⁰³ et bien sûr les jeunes sociétés.

1506

C. Foule d'actionnaires

1. Problématique

En premier lieu, l'arrivée de nombreux petits contributeurs dans le cercle actionnarial peut grandement modifier la donne en ce qui concerne la marche de l'entreprise et potentiellement péjorer sa situation. A l'instar de la présence des trois F dans le capital-actions, la présence de plusieurs investisseurs minoritaires augmente sensiblement les risques de conflits. En effet, sachant qu'un financement stable, sain et paisible en présence d'un investisseur unique est déjà une belle victoire, le fait de décupler le nombre d'investisseurs risque de poser problème, au vu de la multitude de personnalités et de mentalités impliquées, et de la divergence – plus ou moins marquée – des intérêts et attentes.

1507

³⁰⁰¹ REICHMUTH/VON DER CRONE, p. 262 ; VON DER CRONE/PROJER, p. 68.

³⁰⁰² DURAND, *Crowdinvesting*, p. 24. Pour approfondir, cf. BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 733.

³⁰⁰³ BAUMGARTNER/VON DER CRONE, p. 734.

Cet état de fait est encore exacerbé lorsqu'il ne s'agit pas d'investisseurs expérimentés. Les risques de conflits avec les fondateurs, ou entre contributeurs, sont donc bien présents et doivent être appréhendés sérieusement, en tant que cela peut mener à des situations de blocage ou de ralentissement malvenues, notamment lorsque des décisions importantes doivent être prises, touchant potentiellement à la survie de la jeune société³⁰⁰⁴.

- 1508 Face à cette problématique, on tentera généralement, dans le cadre du *crowdinvesting*, de sauvegarder l'autonomie de la société pour qu'elle puisse mener à bien son *business plan* et ne soit pas handicapée par la masse disparate de contributeurs. Il arrive par exemple que le droit de vote de ces derniers soit limité³⁰⁰⁵, ce qui est généralement bien accepté. Cela peut se faire par le biais d'accords de votes, ou par la remise d'actions à droit de vote privilégié (art. 693 CO) aux fondateurs. En outre, la multiplicité et la diversité des contributeurs peut s'avérer problématique lorsqu'il s'agit de négocier avec de nouveaux investisseurs (par exemple une société de capital-risque) ou de potentiels acheteurs : la présence d'une kyrielle de petits actionnaires ayant tous des prétentions et revendications différentes risqueraient d'en dissuader plus d'un.
- 1509 Pour régler ces problèmes, somme toute matériellement identiques à ceux rencontrés dans le financement par fonds propres classique, on peut mettre en place des mécanismes statutaires et/ou contractuels, en ce qui concerne par exemple les accords de vote, la gouvernance d'entreprise, les restrictions de transmissibilité, les droits d'acquisition ou encore les privilèges patrimoniaux. Il est possible de superposer³⁰⁰⁶ des mécanismes organisationnels et pratiques, permettant de coordonner efficacement la masse d'actionnaires-contributeurs et visant à s'assurer que d'éventuels conflits ne péjorent pas la société et restent cantonnés à l'échelon du groupe de contributeurs, grâce notamment à l'élection d'un représentant.

³⁰⁰⁴ Du même avis, FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 288.

³⁰⁰⁵ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 45s. ; CLEMETSON ET AL., p. 2 ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2017*, p. 4.

³⁰⁰⁶ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 360.

2. Coordination

a. *Pooling*

Une forme de *pooling*³⁰⁰⁷ pourrait permettre aux contributeurs d'avoir une certaine unité face au reste de l'actionnariat et au monde extérieur, autrement dit d'être coordonnés³⁰⁰⁸. A l'aide d'une convention d'actionnaires, on pourra convenir de prendre certaines décisions et nommer un représentant du *pool* de contributeurs, qui sera seul présent à l'assemblée générale. 1510

La convention d'actionnaires réglant les rapports entre les actionnaires-contributeurs contiendra en règle générale des dispositions sur le pouvoir de disposer et d'aliéner les actions, prévoyant un droit de préemption en faveur de l'actionnaire souhaitant rester au capital, souvent le fondateur. Cela permet d'éviter les actions nominatives liées et maintient ainsi la société à l'écart³⁰⁰⁹. La convention d'actionnaires contient en outre des dispositions sur l'exercice du droit de vote, qui peuvent parfois largement limiter ce dernier³⁰¹⁰. Cela peut aussi bien concerner l'élection du conseil d'administration, le fait de toujours voter en faveur des propositions du conseil d'administration ou l'exclusion de voter pour la distribution de dividendes durant un certain nombre d'années³⁰¹¹. 1511

Des mécanismes de représentation devront être mis en place, permettant d'appréhender au mieux la notion de foule, élément caractéristique du financement participatif. De tels mécanismes faciliteront, en premier lieu, la prise de participation, particulièrement en ce qui concerne la souscription des actions et/ou la fondation de la société. D'autre part, ils permettront de coordonner le *pool* et assurer la bonne exécution de la convention d'actionnaires. Pour la société, ses fondateurs et d'éventuels autres investisseurs, le fait d'avoir un seul interlocuteur est bien plus pratique³⁰¹². 1512

Le *pooling* procure aussi des avantages purement pratiques : ainsi, les actionnaires-contributeurs n'ont pas besoin de se rendre à l'assemblée générale et peuvent simplement envoyer le représentant du *pool* qui s'assurera que la voix 1513

³⁰⁰⁷ Nous empruntons ce terme à BAUMANN, *Crowdinvesting*, pp. 38s., 132 et 134, terme repris par FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 290.

³⁰⁰⁸ Pour d'autres avantages du *pooling*, FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 290s.

³⁰⁰⁹ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 139.

³⁰¹⁰ En raison de la durée de l'engagement de 7 à 10 ans, il n'existe pas non plus d'engagement excessif selon 27 al. 2 CC, cf. BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 141 et les références citées.

³⁰¹¹ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 140.

³⁰¹² FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 349.

de chaque actionnaire-contributeur est entendue et prise en compte dans les délibérations de l'assemblée générale.

b. Prise de participation

- 1514 Pour éviter la présence de tous les contributeurs devant l'officier public, lors de l'assemblée constitutive ou pour la signature du bulletin de souscription, il est possible de se faire représenter, de manière directe ou à titre fiduciaire (dite indirecte)³⁰¹³. Autrement dit, il n'est pas nécessaire que tous les contributeurs soient présents : ils peuvent choisir d'être représenté par un seul et unique mandataire tiers. Il faut alors que chaque contributeur ait donné procuration de manière individuelle au représentant³⁰¹⁴.
- 1515 Avec la représentation directe (art. 32 al. 1 CO), les engagements et les droits découlant de la souscription passent directement au contributeur³⁰¹⁵. En ce qui concerne la représentation à titre fiduciaire, dite indirecte³⁰¹⁶, le représentant agit cette fois en son propre nom, mais pour le compte du contributeur (art. 32 al. 3 CO)³⁰¹⁷. Le représentant est en conséquence intégralement responsable de l'engagement³⁰¹⁸ ; il acquiert la qualité d'actionnaire (et de fondateur lorsque c'est un acte de fondation qui a été signé), qu'il transfère ensuite aux contributeurs. Une procuration écrite sera généralement exigée³⁰¹⁹.
- 1516 Il s'agit dans les deux cas d'une représentation ponctuelle, portant sur un acte en particulier ; nous reviendrons sur les représentations plus durables et les risques de révocation dans la section suivante. Nous nous rallions à FAVROD-COUNE³⁰²⁰ qui, après avoir attentivement pesé le pour et le contre, donne une

³⁰¹³ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 629 CO N 7-13 ; DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 17 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 234. *Contra* BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 118.

³⁰¹⁴ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 629 CO N 8 ; DURAND, *Crowdinvesting*, p. 23. *Contra* BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 34s., qui considère que la forme authentique est requise pour la procuration.

³⁰¹⁵ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 234.

³⁰¹⁶ ATF 100 II 200, SJ 1978 513 : cette jurisprudence admet que rien n'interdit la souscription d'actions à titre fiduciaire, pour autant qu'elle ne vise pas à éluder la loi ou les statuts, et/ou ne permette pas de capter des voix à l'assemblée générale et de créer une majorité artificielle. Voir aussi ATF 126 III 59, consid. 1, pour les critères de distinction entre la représentation directe et indirecte.

³⁰¹⁷ BSK OR I-WATTER, Art. 33 N 29.

³⁰¹⁸ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 235.

³⁰¹⁹ CR CO II-LOMBARDINI/CLEMETSON, art. 629 N 8s. ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 236.

³⁰²⁰ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 236.

préférence à la représentation directe, permettant d'éviter « de nombreuses contraintes organisationnelles ». Cet auteur préconise, au surplus, de prévoir un modèle de procuration standardisé et de fonder la société dans un canton connaissant un droit notarial favorable³⁰²¹.

Quant à la personne du représentant, il peut s'agir de toute personne capable de discernement³⁰²² : on pense au fondateur, à l'un des administrateurs de la société, ou à l'un des contributeurs, voire même à la plateforme de financement participatif.

1517

c. Exécution de la convention d'actionnaires

(i) Représentation directe et indirecte

La représentation du *pool* visant à assurer la coordination des actionnaires et, ultimement, le respect de la convention d'actionnaires, suit des mécanismes identiques à ceux que nous venons d'aborder : tout d'abord, par représentation directe ou indirecte (art. 32 ss CO), en nommant un (ou plusieurs) représentant(s) commun(s)³⁰²³, chargé(s) d'aller voter à l'assemblée générale (art. 689 al. 2 CO) et plus généralement d'exercer les droits des actionnaires qu'il(s) représente(nt). La coordination et la cohabitation des parties s'étendant dans le temps, la représentation doit nécessairement avoir un caractère durable. Toutefois, il convient de relever que la représentation ne peut pas être définitive³⁰²⁴ : elle peut ainsi être restreinte ou révoquée par le *pool* « en tout temps » (art. 34 al. 1 CO), ce qui peut s'avérer problématique selon les circonstances³⁰²⁵. Parallèlement à la représentation, d'autres mécanismes devront assurer l'exécution de la convention. En présence d'actions nominatives, une procuration écrite permettra au représentant de se légitimer durant l'assemblée générale (art. 689a al. 1 CO). L'utilisation d'un « *voting trust* » est en principe hors de question, en raison de la complexité de l'institution et de l'utilisation obligée d'un droit étranger³⁰²⁶.

1518

³⁰²¹ *Ibid.*

³⁰²² CR CO I-CHAPPUIS, art. 32 N 7.

³⁰²³ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 349s.

³⁰²⁴ CR CO I-CHAPPUIS, art. 34 N 4.

³⁰²⁵ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 349.

³⁰²⁶ À ce sujet, BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 144s., qui considère cette institution comme « *prüfenswert* » pour le cas où des sociétés de capital-risque étrangères injecteraient des montants importants. En outre, en ce qui concerne le « *nominee model* », fréquemment utilisé en droit anglo-saxon, il est, selon elle, exclu en droit suisse.

(ii) Société holding

1519 Alternativement, on peut insérer une société tierce, entre les contributeurs et la société à financer. Il peut s'agir d'une société simple ou d'une société de capitaux³⁰²⁷ (ci-après : *holding*). La société *holding* prendra la forme de SA, et est actionnaire de la société à financer³⁰²⁸. Les contributeurs sont eux actionnaires de la société *holding*. C'est là une structure fréquemment choisie en France³⁰²⁹. Selon BAUMANN, ce genre de *holding* intermédiaire tomberait sous le coup de la LPCC, en tant qu'elle constitue un placement collectif selon l'art. 7 al. 1 LPCC et qu'elle ne reçoit pas d'instructions de la part des investisseurs (art. 30 LPCC)³⁰³⁰. Au contraire selon nous, puisque les contributeurs sont les seuls actionnaires de la *holding* et exercent de ce fait une influence significative. Enfin, il faut savoir que la constitution d'une *holding* pour chaque projet participatif est un processus relativement complexe et coûteux³⁰³¹. Il devrait donc être réservé à des cas particuliers, impliquant des montants particulièrement élevés et justifiant alors la création d'une société de capitaux intermédiaire.

(iii) Main commune

1520 En lieu et place d'une *holding*, les contributeurs peuvent constituer ensemble une société simple (art. 530 ss CO). La propriété des actions est ensuite transférée à la société simple : cela a pour effet que les contributeurs-consorts (formant la société simple) deviennent propriétaires en main commune de tous

³⁰²⁷ DOHM, *Accords*, p. 191s. ; LANG, *Durchsetzung*, p. 162.

³⁰²⁸ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 351.

³⁰²⁹ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 161 ss.

³⁰³⁰ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 168s.

³⁰³¹ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 352 ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 110. Il faut toutefois nuancer les propos de l'auteure précitée, lorsqu'elle déclare que « les problèmes sont reportés au niveau de l'actionnariat (identique) de la *holding* ». Selon nous, c'est en effet le cas en ce qui concerne les restrictions de transmissibilité, les violations des droits d'acquisition préférentiels et autre devoirs de fidélité ; ça ne l'est toutefois pas en ce qui concerne l'exercice des droits de vote au niveau de la société financée, puisque seule la *holding* pourra valablement voter lors de l'assemblée générale de la jeune société. En effet, dans ce domaine et selon nous, cet intermédiaire ajoute un sas de sécurité et une étape de contrôle supplémentaire, en ce sens que le droit de vote exercé en violation de la convention d'actionnaires sera constaté lors du vote exprimé durant l'assemblée générale de la *holding* – et non pas de la jeune société. En effet, pour que le vote hérétique ait un effet, il faut encore que la *holding* mette en œuvre la décision à l'échelon de la jeune société, c'est-à-dire lors d'une assemblée générale de la jeune société principale.

les titres³⁰³². En d'autres termes, chaque action obtenue par le financement participatif appartient à tous les contributeurs-consorts³⁰³³.

La propriété en main commune est effectuée selon l'art. 544 al. 1 CO. Il faut en premier lieu un transfert physique des actions et la volonté – non-présumée – de transférer la propriété au consortium, c'est-à-dire de renoncer à la propriété individuelle sur les titres³⁰³⁴. En conséquence, les actionnaires perdent leurs droits individuels, mais obtiennent chacun un droit « sur la chose entière » (art. 652 CC). Selon 548 al. 1 CO, l'apport en nature effectué ne sera pas forcément récupéré en nature lors de la liquidation, sauf convention contraire.

1521

Du fait que les contributeurs ont un droit de propriété commune sur toutes les actions du *pool*, les transferts sauvages d'actions et les votes hérétiques ne sont pratiquement plus possibles³⁰³⁵. La détention en main commune des actions entraîne l'obligation de nommer un représentant commun pour exercer les droits attachés aux actions (art. 690 al. 1 CO). En pratique, ce cas de figure est extrêmement rare³⁰³⁶ : tout d'abord, la probable existence d'actions nominatives (et les modalités de transfert de telles actions) rend le processus laborieux ; de plus, il paraît difficile de faire accepter aux contributeurs la transformation de leur pleine propriété en propriété commune³⁰³⁷. Enfin, il existe encore une incertitude juridique quant à savoir si chaque contributeur-consort peut révoquer le représentant commun ou si l'unanimité est requise³⁰³⁸. Cette solution est donc mal adaptée au financement participatif.

1522

Il peut être plus avantageux de transférer non pas la propriété mais l'usufruit des actions à la société simple³⁰³⁹. Ce procédé nécessite toujours la nomination d'un représentant commun (art. 690 al. 2 CO) et présente « les mêmes avantages qu'un transfert en pleine propriété [...], sans engendrer les contraintes de transfert de la propriété des actions »³⁰⁴⁰.

1523

³⁰³² HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 111.

³⁰³³ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 145.

³⁰³⁴ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 123 ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 110s.

³⁰³⁵ FORSTMOSER/KÜCHLER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 376 ss.

³⁰³⁶ LANG, *Durchsetzung*, p. 176.

³⁰³⁷ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 145. Du même avis, FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 353.

³⁰³⁸ À ce sujet, cf. FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 353.

³⁰³⁹ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 131s. ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 354.

³⁰⁴⁰ *Ibid.*

(iv) Transfert à titre fiduciaire

- 1524 On peut aussi envisager un transfert de propriété à titre fiduciaire, par lequel le *pool* laisse à un tiers fiduciaire la propriété des actions³⁰⁴¹. Le fiduciaire devient propriétaire des actions et est inscrit au registre des actions³⁰⁴². Il agira ensuite en son propre nom, mais pour le compte des actionnaires transférants³⁰⁴³. En plus de transférer les actions à titre fiduciaire, un accord sur la manière dont les droits sociaux doivent être exercés doit être conclu. Le fiduciaire s'engage en particulier à exercer les droits de vote conformément aux instructions reçues, ainsi qu'à rendre les actions selon les conditions prévues par les parties³⁰⁴⁴. Après le transfert, les contributeurs ne sont plus véritablement actionnaires ; ils perdent le pouvoir de disposer des titres et ne peuvent plus exercer les droits y relatifs. Il leur est ainsi impossible de violer les éventuelles restrictions de transfert prévues dans la convention et d'aller voter à l'assemblée générale³⁰⁴⁵.
- 1525 Il existe toutefois certains désavantages : en premier lieu, le fiduciaire, désormais actionnaire, peut, au regard du droit des sociétés, voter de manière non-conforme aux instructions reçues et/ou valablement aliéner les actions, puisqu'il en est propriétaire. Deuxièmement, si le fiduciaire tombe en faillite, les actions détenues à titre fiduciaire feront partie de la masse en faillite³⁰⁴⁶, ce qui est bien entendu extrêmement risqué. Enfin, il semble que le contrat soit réglé en majeure partie par les dispositions sur le mandat (art. 394 ss CO) : ainsi, conformément à l'art. 404 al. 1 CO, la résiliation pourrait être effectuée en tout temps³⁰⁴⁷. A titre de consolation, le contributeur qui résilie le contrat de fiducie devra attendre de récupérer la propriété des actions pour en disposer ou exercer les droits y relatifs ; des mesures conservatoires pourront donc plus facilement être mises en place dans l'intervalle³⁰⁴⁸. En conclusion, même si l'actionnaire dissident ne récupère ses actions qu'après un délai plus ou moins

³⁰⁴¹ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 146 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 355. Voir aussi ce qui a été dit précédemment à ce sujet, cf. N 1167.

³⁰⁴² FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 355.

³⁰⁴³ BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 119.

³⁰⁴⁴ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 110.

³⁰⁴⁵ FORSTMOSER, *Aktionärbindungsverträge*, p. 376 ; HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 110 ; MARTIN, *Sociétés anonymes de famille*, p. 243.

³⁰⁴⁶ ATF 117 II 429, JdT 1992 I 399.

³⁰⁴⁷ Certains auteurs arguent que le contrat de fiducie est un contrat *sui generis* et que l'art. 404 CO n'est pas directement applicable, cf. FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 360 ; BLOCH, *Conventions d'actionnaires*, p. 119 et les références citées.

³⁰⁴⁸ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, p. 110 ; LANG, *Durchsetzung*, p. 176.

long, le transfert à titre fiduciaire n'élimine pas complètement les risques de violations de la convention³⁰⁴⁹.

Malgré les désavantages susmentionnés, FAVROD-COUNE considère le contrat de transfert des actions à titre fiduciaire comme le plus adapté au *crowdinvesting*, pour autant qu'un tel contrat soit reconnu comme *sui generis* et que le caractère impératif du droit de résiliation en tout temps (art. 404 al. 1 CO) ne soit plus applicable³⁰⁵⁰.

1526

(v) *Personne du représentant*

En ce qui concerne la personne du représentant (ou du fiduciaire), il peut s'agir de la plateforme de financement, qui possède *a priori* les ressources et les compétences nécessaires³⁰⁵¹. Il est aussi envisageable de nommer l'un des contributeurs comme représentant commun, même si, selon nous, certains doutes quant à sa neutralité peuvent être émis.

1527

d. *Petite assemblée*

La SA doit tenir une assemblée générale au moins une fois par année, dans les six mois suivant la clôture de l'exercice (art. 699 al. 2 CO)³⁰⁵². En raison du nombre important de contributeurs, l'organisation de cette assemblée générale peut être laborieuse et coûteuse pour la jeune société³⁰⁵³. Pour s'assurer que les décisions des contributeurs soient correctement relayées à l'assemblée générale, il faut organiser et coordonner la foule d'investisseurs, durant un processus somme toute identique à ce que l'on nomme dans le jargon la « petite assemblée », déjà définie précédemment (*cf.* N 775).

1528

Il peut être intéressant de rester dans la même optique que celle empruntée pour le financement participatif, c'est-à-dire avoir recours aux solutions numériques que propose internet, et organiser l'assemblée générale « en ligne ». Cette assemblée n'est pas soumise au droit des sociétés, et relève de la dimension purement contractuelle : il n'y a donc pas de conditions impératives à

1529

³⁰⁴⁹ HÉRITIER LACHAT, *Conventions d'actionnaires*, pp. 110 et 115 ; LANG, *Durchsetzung*, p. 161s.

³⁰⁵⁰ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 360.

³⁰⁵¹ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, pp. 350 et 360.

³⁰⁵² ATF 107 II 246, JdT 1982 I 517, consid. 1: la SA ne peut renoncer à la tenue de cette assemblée générale et doit respecter le délai de six mois. Voir aussi BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 148.

³⁰⁵³ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 148.

respecter pour qu'elle soit valide. Cela signifie que l'avis de la *crowd* peut être déterminé de différentes manières : par le biais d'un forum, d'échanges de mails, de téléphones ou même encore, selon nous, par le biais de la *block-chain*. BAUMANN propose, à juste titre, que ce soit la plateforme qui se charge de l'organisation de l'assemblée générale en ligne. En effet, les contributeurs et la société sont déjà familiers avec ladite plateforme, puisqu'ils ont dû s'enregistrer, fournir certaines informations et y ont conclu le financement³⁰⁵⁴. Dans le cas où les actionnaires-contributeurs décident d'élire un représentant, il est important qu'ils soient informés au mieux quant au contenu de l'ordre du jour. Il serait ainsi envisageable de mettre au point un « forum » internet, bien entendu largement sécurisé, permettant au représentant de communiquer avec les actionnaires-contributeurs et de leur fournir toutes les informations pertinentes. Ce forum pourrait aussi permettre aux actionnaires-contributeurs de communiquer entre eux, voire de prendre certaines décisions, ensuite transmises au représentant. Il pourrait aussi être mis sur pied par la plateforme de financement participatif et être prévu par la convention d'actionnaires liant les actionnaires-contributeurs. Cela aboutirait à une coordination des décisions de la *crowd*, quant aux instructions à donner au représentant. Au surplus, ce sont les règles relatives au type de représentation choisi qui s'appliquent.

3. Restrictions de transmissibilité

- 1530 Enfin, pour s'assurer que la multitude d'actions remises à la foule de contributeurs-actionnaires ne se disperse pas trop rapidement, des restrictions de transmissibilité seront généralement mises en place. Alors que les titres de participation d'une jeune société sont par définition peu liquides, en restreindre la transmissibilité par des clauses contractuelles et/ou statutaires les rend hautement et structurellement illiquides. C'est pour cela que de telles restrictions devraient être « limitées à l'essentiel et [...] être nécessaires à la bonne gouvernance de la société »³⁰⁵⁵.

4. Droits d'acquisition

- 1531 Parallèlement à ce qui vient d'être dit, la fragmentation du nombre de détenteurs d'actions pose un problème de taille lorsqu'il s'agit de vendre la société, en aliénant la totalité des titres à un tiers, par exemple un investisseur stratégique. En effet, certains actionnaires réfractaires pourraient refuser de céder

³⁰⁵⁴ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 150s.

³⁰⁵⁵ Pour tout le paragraphe, FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 287.

leurs titres et constituer des minorités de blocage, mettant l'acheteur dans l'embarras et risquant ultimement de le voir renoncer à l'acquisition de la société. Pour s'assurer que cela ne se produise pas, divers droits d'acquisition devraient selon nous être mis en place, par le biais de la convention d'actionnaires, visant à garantir qu'une future vente se passera sans accroc. Les droits d'acquisition mis en place serviront donc essentiellement à forcer les actionnaires minoritaires à céder leurs titres, le moment venu. Il s'agit en conséquence de clauses de droit d'emption conditionnel et de *drag along*³⁰⁵⁶. Ces deux types de clauses permettent de forcer l'actionnaire débiteur à céder ses titres au bénéficiaire, respectivement à un tiers en cas de *drag along* (cf. N 920 et 938). Les obligations de reprises à la charge des fondateurs ou de la société seront en principe évitées, en tant qu'elles peuvent se révéler « problématique[s] » et « dangereuse[s] »³⁰⁵⁷.

Parallèlement, de tels droits d'acquisition pourront aussi avoir une dimension punitive, lorsqu'un contributeur viole la convention d'actionnaires (cf. N 1205). Enfin, ils améliorent la liquidité de l'investissement consenti par les contributeurs : il nous paraîtrait ainsi judicieux de prévoir que les contributeurs sont en droit (voire sont obligés) de revendre leurs titres de participations aux fondateurs ou à la société lorsque certaines conditions sont remplies et/ou à un certain prix (par exemple un multiple de l'investissement initial consenti) (cf. N 901 ss).

1532

5. Autres mesures

Plusieurs autres mesures, abordées précédemment, peuvent être mises en place pour assurer l'exécution de la convention d'actionnaires liant les parties. On pense ici à la consignation (cf. N 1164), à la remise en nantissement des actions à un tiers (cf. N 1170) ou encore à la clause pénale (cf. N 1194).

1533

Dans le cas de la clause pénale, il faut rester attentif au fait que les investisseurs ne sont pas forcément expérimentés. Pour cette raison, le juge devrait pouvoir réduire plus facilement les peines estimées excessives (art. 163 al. 3 CO) que dans le cadre d'un financement impliquant des parties déjà aguerries.

³⁰⁵⁶ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 147.

³⁰⁵⁷ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 344.

D. Droit sociaux et patrimoniaux

- 1534 En vertu de sa qualité d'actionnaire, le contributeur sera titulaire de certains droits sociaux. Il s'agit principalement du droit d'être informé, du droit de vote et de regard, du droit d'action et de recours et de la protection contre la dilution³⁰⁵⁸.
- 1535 De la qualité d'actionnaire découlent aussi certains droits patrimoniaux. Puisqu'il s'agit d'un investissement dans le capital-risque d'une jeune société, un retour sur investissement n'est pas garanti. Ce retour sur investissement est cependant la motivation principale du contributeur dans le cadre du *crowdinvesting*³⁰⁵⁹, contrairement au *crowddonating* ou *crowdsupporting*, ayant eux une dimension bien plus philanthropique. Il est donc essentiel pour les contributeurs de savoir quand, comment et de quelle manière ils réaliseront le retour sur investissement espéré. En raison de ces attentes principalement pécuniaires, il est fréquent que les objectifs des actionnaires-contributeurs divergent de ceux des fondateurs, qui souhaitent plutôt un développement durable de la société³⁰⁶⁰. Cela exacerbera alors les risques de conflits, et justifiera d'autant plus la mise en place de certaines mesures de coordination, comme nous venons de le voir. Le retour sur investissement se fera principalement par le désengagement du contributeur, en vendant les titres de la société, à l'instar de ce qui est espéré par les investisseurs expérimentés (*business angels*, VCs). Il faut toutefois savoir que les actions obtenues suite à un financement participatif par fonds propres sont extrêmement illiquides³⁰⁶¹. Cela signifie qu'il s'avère difficile d'aliéner les actions obtenues, soit en raison de limitations statutaires, conventionnelles, soit en raison d'un manque de demande ou tout simplement pour des raisons pratiques : ainsi, il peut être difficile et/ou coûteux de trouver les potentiels acquéreurs³⁰⁶² ou de valoriser correctement les titres de participation. Ceci peut freiner l'enthousiasme du contributeur lors de sa décision d'investir. La mise en place de droits d'acquisition et autres devoirs de reprises devraient pouvoir remédier à ce problème. Notons encore les contributeurs pourront aussi se satisfaire d'une participation au bénéfice par le biais de dividendes : en effet, rappelons qu'il ne s'agit pas forcément d'investisseurs professionnels ; ils ne sont pas toujours obsédés par un désengagement rentable, et pourront plus facilement se contenter du versement régulier de dividendes.

³⁰⁵⁸ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 133.

³⁰⁵⁹ VON DER CRONE/PROJER, p. 65.

³⁰⁶⁰ SÖDING, *Private Equity*, p. 35.

³⁰⁶¹ BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 174.

³⁰⁶² BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 174s.

Tant les droits sociaux que patrimoniaux ont été abordés précédemment dans le contexte du financement par fonds propres et la troisième partie y dédiée, si bien que nous ne nous y attardons pas, et nous limiterons à rappeler présentement que ces droits peuvent être modulés de manière conventionnelle, respectivement statutaire (lorsque le droit des sociétés le permet).

1536

IV. Cadre légal

Lorsqu'une campagne de *crowdinvesting* est lancée, un cadre légal et normatif relativement vaste se doit d'être respecté. C'est principalement à l'égard du droit des sociétés impératif et de la publication d'un éventuel prospectus d'émission que la situation sera analysée, le droit de la surveillance ne présentant en réalité aucun obstacle.

1537

A. Droit de la surveillance

Tout d'abord, sous l'angle du droit de la surveillance, il n'existe en vérité aucun problème dans le cadre du *crowdinvesting*³⁰⁶³. Le fait qu'une société fasse appel au public pour obtenir des investissements en fonds propres sans passer par une maison d'émission se trouve en dehors du champ d'application du droit de la surveillance (art. 2 et 3 OBVM *a contrario*)³⁰⁶⁴. En effet, l'émission de valeurs mobilières en offre publique, par le biais d'une émission directe, n'est pas soumise à autorisation de la FINMA³⁰⁶⁵. Il y a toutefois une activité assujettie lorsque la société émet des valeurs mobilières qualifiées de dérivés (art. 2 lit. c LIMF *cum* art. 3 al. 3 OBVM), ce qui reste extrêmement marginal. En tout état de cause, il n'est pas dit que les titres de participations émis soient considérés comme des valeurs mobilières (*cf.* N 1500) : dans un tel cas, le droit de la surveillance ne trouve plus application. Enfin, les contributeurs recevront des titres de participation en échange de leur investissement et la société ne sera tenue à aucune obligation de remboursement, si bien le droit bancaire ne trouve tout simplement pas application³⁰⁶⁶.

1538

³⁰⁶³ Par analogie, VON DER CRONE/PROJER, p. 42s. Voir aussi BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 196.

³⁰⁶⁴ Guide pratique FINMA 2018, pp. 1 et 5 ; Communication FINMA 2017, p. 2.

³⁰⁶⁵ Guide pratique FINMA 2018, p. 5 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 565.

³⁰⁶⁶ Du même avis, BAUMANN, *Crowdinvesting*, p. 196.

B. Droit des sociétés

- 1539 La problématique principale de droit des sociétés qui se pose dans le cadre du *crowdinvesting* est la question de la prise de participation par le public, et partant, la question du prospectus d'émission. En effet, dans le cas où une jeune société déjà existante propose aux contributeurs d'entrer au capital-actions, elle pourrait devoir publier un prospectus d'émission au sens de l'art. 652a al. 1 CO, lorsque la souscription d'actions est considérée comme publique. La nouvelle législation relative aux services financiers modifie de manière notable les exigences et conditions relatives au prospectus d'émission. A cet égard, nous venons d'analyser de manière extensive les règles de droit des sociétés applicables à la prise de participation par la foule, lorsque la société doit être fondée ou qu'elle existe déjà (*cf.* N 1479 ss).

Chapitre 5 : Conclusion concernant le financement participatif

- 1540 Nous avons eu l'occasion d'analyser le financement participatif pour en dégager les principaux éléments pertinents, lorsque vient le moment de financer une jeune société par un tel biais. C'est naturellement que notre analyse s'est attardée sur le *crowdinvesting*, particulièrement adapté au financement de jeunes sociétés. Pour le lecteur désireux d'approfondir le sujet du financement participatif, nous renvoyons à l'excellente thèse de FAVROD-COUNE, qui couvre de manière exhaustive et détaillée chaque type de financement participatif.
- 1541 Il est irréfutable que le *crowdfunding*, sous toutes ses formes, est un type de financement que tout entrepreneur se doit d'envisager. Auparavant principalement orienté vers le *crowddonating* ou *crowdsupporting*, il a évolué au cours des dernières années pour devenir une forme de financement à part entière, remplaçant ou complétant efficacement le financement traditionnel des jeunes sociétés. Le fondateur choisissant de lever tout ou partie de ses fonds par un tel biais devra toutefois être attentif à plusieurs facteurs, et ne pas se précipiter dans une campagne bâclée et infructueuse, qui s'avérerait particulièrement décredibilisante.

En premier lieu, il est important qu'il choisisse la forme de financement participatif la plus adaptée à ses besoins et attentes : alors qu'il gardera le contrôle total de sa société avec le *crowddonating* ou *crowdsupporting*, les montants récoltés seront moindres qu'en cas de *crowdlending* ou *crowdinvesting*. S'il choisit le prêt participatif, les montants récoltés pourraient être plus importants, mais les obligations de paiements d'intérêts et de remboursement représenteront une charge malvenue pour la jeune société. En outre, un surendettement apparaîtra plus facilement, en raison des fonds étrangers élevés de la société. Par ailleurs, selon les cas, certaines garanties pourraient être exigées, ce qui est difficilement réalisable et/ou mettrait la société ou son fondateur dans une fâcheuse posture. C'est pour cela que l'on se tournera en fin de compte vers le *crowdinvesting*, permettant lui aussi de lever des fonds relativement importants, sans devoir les rembourser, les rémunérer ou les garantir. Toutefois, cela va de pair avec une dilution du fondateur et donc une certaine perte de contrôle sur la société. On retombe sur le dilemme fondamental propre à tout financement de jeune société.

1542

Autre facteur élémentaire, les investisseurs seront nombreux, voire très nombreux. Cela peut aboutir à des situations difficiles à gérer. Là encore, le rapport liant les parties et les obligations en découlant changent fortement selon la forme de financement participatif choisie : de simples clients dans le cadre du *crowdsupporting*, les contributeurs peuvent devenir des créanciers dans le cadre du *crowdlending*, ou même des actionnaires en cas de *crowdinvesting*. L'obtention d'un grand nombre de précommandes par une kyrielle de clients, par le biais d'une campagne de *crowdsupporting*, est éminemment souhaitable. Il faut toutefois parvenir à convaincre un nombre suffisamment important de clients pour sécuriser suffisamment de fonds. Par ailleurs, il est relativement simple de contracter une multitude de contrats de prêts et de s'acquitter des obligations qui en découlent. Dans les deux cas précités, le nombre de contributeurs ne pose *a priori* pas de réels problèmes, en dehors des exigences organisationnelles et logistiques que cela représente. En revanche, dans le cas du *crowdinvesting*, l'arrivée d'un grand nombre de contributeurs au capital social de la société peut poser problème. Il ne s'agit alors plus de simples clients ou créanciers, mais de réels actionnaires, ayant tous voix au chapitre. L'implémentation de mécanismes assurant la bonne coordination de cette masse et permettant d'éviter les situations de blocages est donc essentielle.

1543

En ce qui concerne l'idée porteuse, il est absolument indispensable qu'elle soit suffisamment claire et prometteuse pour susciter l'enthousiasme et l'intérêt de la foule d'investisseurs. Cela permettra de mener à bien la campagne de *crowdfunding* et réduira le risque d'échec du projet. Toutefois, il en va aussi de la crédibilité du projet : en effet, une société à la recherche de CHF 500'000, ne

1544

parvenant à en lever que 10'000, ne rassurera de loin pas de futurs investisseurs. C'est alors toute la viabilité du projet qui est remise en cause. Ce n'est pas parce que le financement participatif a explosé au cours des dernières années qu'il s'agit de fonds « gratuits » assurément levés, contrairement à une idée reçue circulant chez bon nombre de jeunes entrepreneurs ; encore faut-il s'en donner les moyens : la foule d'investisseurs, dont les intérêts et coups de cœurs varient fortement, reste avertie et désireuse de ne pas perdre son investissement. Cela confirme que la communication relative au projet et aux possibilités de rendement doit être convaincante et précise, et que les objectifs de levées de fonds doivent être réalistes et crédibles.

1545 Quant à la plateforme, on s'aperçoit qu'elle joue en règle générale un rôle beaucoup plus dominant et actif dans le cadre du *crowdfunding*. Cela s'explique en grande partie par le fait que les contributeurs sont de réels investisseurs, qui dépendront entièrement de la croissance de la société. En conséquence, contrairement aux contrats de prêts qui sont facilement mis en place, les conditions de l'investissement doivent être négociées en détails. On pense notamment à la *due diligence* et la valorisation en découlant, ainsi qu'au nombre d'actions remises et aux divers droits sociaux et patrimoniaux qui peuvent être attribués aux contributeurs-actionnaires. Pour coordonner cette foule face à la complexité des rapports contractuels devant être tissés entre les contributeurs et la société initiatrice, la plateforme se doit donc d'adopter une attitude plus proactive. Elle devra toutefois éviter d'être prise à partie si les choses devaient mal se passer. C'est pour cela qu'elle ne donnera pas de garanties et exclura la plupart du temps sa responsabilité dans la mesure du possible, en prévenant les contributeurs en bonne et due forme du risque de l'investissement et des possibilités d'échec.

1546 Le contributeur, quant à lui, doit rester attentif au fait qu'il n'est qu'une « fourmi » parmi la masse de contributeurs, avec un investissement patrimonial certes conséquent mais moindre en comparaison aux investissements massifs consentis par des capital-risqueurs par exemple. Ses droits individuels et la manière dont il peut les faire valoir sont donc réduits dans la même mesure ; en cas de litige, il faudra aussi se demander si le jeu en vaut vraiment la chandelle. C'est en grande partie aux informations données par la plateforme qu'il se fiera. Cette dernière, comme nous l'avons vu, peut avoir une attitude plus ou moins active dans la démarche du financement, mais ne souhaitera pas être tenue pour responsable. Le contributeur doit être conscient de ce paradoxe important, et s'engager uniquement lorsqu'il est convaincu que le projet est solide et a de bonnes chances d'être couronné de succès.

Sixième partie :

Le cas particulier des *Initial Coin Offerings*

« *Le crowdfunding rejoint les cryptomonnaies
et la technologie de la chaîne de blocs.* »

Olivier HARI

Chapitre 1 : Généralités

Depuis 2017, une nouvelle tendance se profile dans le domaine du financement de sociétés : l'*initial coin offering* (ou ICO, par clin d'œil à l'IPO³⁰⁶⁷). Il s'agit d'une levée de fonds en cryptomonnaie, pas le biais de la technologie *blockchain*, pour permettre le développement d'un produit ou d'un service³⁰⁶⁸. Au-delà d'une ressemblance acronymique, l'ICO et l'IPO ont peu en commun, comme nous le verrons par la suite : l'IPO concerne les sociétés déjà actives depuis plusieurs années alors que les ICO sont utilisées par des sociétés venant à peine d'être créées. Qui plus est, l'investisseur reçoit des actions et les droits y attachés, dans le cadre d'une IPO, alors qu'il reçoit des jetons dans le cadre d'une ICO, jetons qui sont souvent dépourvus de droits sociaux ou patrimoniaux.

1547

Les jeunes sociétés, souvent actives dans les technologies digitales³⁰⁶⁹, se tournent en masse vers cette nouvelle manière de lever des fonds, « à mi-chemin entre l'entrée en bourse et le *crowdfunding* »³⁰⁷⁰. Comme le formule HARI, « le *crowdfunding* rejoint ici les cryptomonnaies et la technologie de la chaîne de blocs »³⁰⁷¹. Le côté *crowdfunding* se retrouve dans le fait qu'une multitude de contributeurs (la fameuse *crowd*) choisissent de financer la jeune société. Toutefois, il n'y a pas forcément de plateforme intermédiaire comme dans le cas du financement participatif³⁰⁷² et les projets financés par ICO sont généralement liés aux cryptomonnaies et aux nouvelles technologies³⁰⁷³. Il

1548

³⁰⁶⁷ Contra EGGEN, *Token*, p. 561 qui semble les considérer comme des alternatives.

³⁰⁶⁸ Communiqué presse FINMA 2017a, p. 1 ; FARINE, *ICO*, § 2 ; KOGENS, *ITO*, § 2.

³⁰⁶⁹ DARBELLAY/REYMOND, *ICO*, p. 49 ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 30.

³⁰⁷⁰ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 6 ; FARINE, *ICO*, § 1 ; HESS ET AL., p. 1. On rencontre parfois le terme amusant de « *Crypto-Crowdfunding* », cf. MAUCHLE, *FinTech*, p. 825 et les références citées.

³⁰⁷¹ HARI, *Monnaies cryptographiques*, p. 454.

³⁰⁷² « *The crowd [...] gains practically unlimited access to over-the-counter corporate financing.* », cf. STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 30. Voir aussi DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 6.

³⁰⁷³ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 6 ; STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 30.

s'agit, en quelque sorte, d'une introduction, non pas en bourse, mais sur la *blockchain*³⁰⁷⁴. Les montants sont souvent plus conséquents et/ou plus rapidement levés que ceux récoltés de manière traditionnelle³⁰⁷⁵, même si cela est essentiellement lié à l'engouement déraisonnable qui entourait initialement ce nouvel instrument.

- 1549 En raison de la complète nouveauté d'un tel procédé, ni la doctrine ni la jurisprudence n'avaient encore eu l'occasion de réellement se pencher sur le sujet en 2017³⁰⁷⁶. Ce vide doctrinal a cependant rapidement été comblé en 2018 et 2019. On a pu assister par ailleurs à un réel boom des ICO en Suisse et dans le monde depuis fin 2017³⁰⁷⁷ : en 2017, ce sont presque 6 mia qui ont été investis par le biais d'ICO³⁰⁷⁸, avec 740 mio sur le seul mois de novembre³⁰⁷⁹, alors qu'il était d'environ 63 mio en 2016³⁰⁸⁰. Néanmoins, le « soufflé est retombé »³⁰⁸¹ en 2018 et la frénésie entourant les ICO s'est apparemment calmée.
- 1550 Comme explicité ci-dessus, le financement par ICO relève, pour la majeure partie, du financement participatif. Il s'agit donc d'un financement par fonds propres ou étrangers (voire par donations), levés de manière publique, auprès d'une multitude de petits contributeurs, par le biais de la *blockchain* et sans l'intervention d'une plateforme intermédiaire. Selon la contrepartie promise au contributeur, une ICO devra être qualifiée de *crowddonating*, de *crowdsupporting*, de *crowdlending* ou de *crowdinvesting*. Toutes les considérations relatives au financement participatif peuvent donc être reprises telles quelles, selon le type de financement participatif auquel doit être assimilé l'ICO. En réalité, la véritable problématique, qui sera abordée au cours du présent chapitre, se trouve en amont, lorsque vient le moment de déterminer quelle est la contrepartie du contributeur, autrement dit, quels sont les droits que peut faire valoir le contributeur : il conviendra donc d'analyser extensivement la nature juridique du jeton. Nous aborderons ensuite les types de droits qu'un tel jeton

³⁰⁷⁴ FARINE, *ICO*, § 3.

³⁰⁷⁵ A titre d'exemple, la jeune société *Cosmos* a récolté \$16 mio en moins d'une demi-heure, *Gnosis* \$12 mio en douze minutes. cf. <<https://blockchainfrance.net/2016/12/13/la-blockchain-transformera-t-elle-le-capital-risque-12/>> (consulté le 27 juin 2019).

³⁰⁷⁶ Guide pratique FINMA 2018, p. 2.

³⁰⁷⁷ Communiqué presse FINMA 2017a, p. 1.

³⁰⁷⁸ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 7 et les références citées.

³⁰⁷⁹ STARTUPICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 30 ; WÖCKENER ET AL., p. 2 et les références citées.

³⁰⁸⁰ DIETRICH/AMREIN, *Monitoring 2018*, p. 7.

³⁰⁸¹ DUPASQUIER Ulysse, *Bitcoin : Le phénix du 21e siècle ?*, Arcinfo.ch, 27 novembre 2018 <<https://www.arcinfo.ch/dossiers/points-de-vue/articles/point-de-vue-d-ulyse-dupasquier-bitcoin-le-phenix-du-21e-siecle-802570>> (consulté le 27 juin 2019).

peut octroyer pour terminer par se pencher sur les solutions existantes en cas de litiges.

Chapitre 2 : Définitions

Avant d'aller plus avant dans l'analyse des ICO, il paraît essentiel de définir certains termes, propres au jargon très particulier de l'univers de la *blockchain*. En outre, cela permettra au lecteur de se familiariser avec ce domaine, qui présente un immense potentiel d'innovation et constitue, selon nous, une véritable révolution à bien des égards, que cela soit dans le domaine juridique, social ou financier³⁰⁸². La possibilité de sauvegarder et gérer des données sur la *blockchain* ouvre la porte à d'innombrables applications, notamment en ce qui concerne l'authentification et la certification. A titre d'exemple, on pense à l'industrie pharmaceutique, qui réfléchit sérieusement à la possibilité de sauvegarder les dossiers médicaux informatisés sur la *blockchain*³⁰⁸³. Le financement des jeunes sociétés, plus particulièrement le financement participatif, pourrait ainsi, par le futur, évoluer et faire la part belle à la *blockchain*.

1551

I. *Blockchain*

A. Notion

La *blockchain* (ou « chaîne de blocs ») est une forme de registre comptable décentralisé (« *distributed ledger technology/DLT* »³⁰⁸⁴) où sont consignées et archivées toutes les transactions³⁰⁸⁵. Plusieurs copies du registre, activement synchronisées entre elles, se trouvent chez tous les participants. Ces derniers

1552

³⁰⁸² Communication FINMA 2017, p. 2 ; SEFFINGA ET AL., p. 811.

³⁰⁸³ DELOITTE, *White Paper*, p. 11 ; THÉRY, *Blockchain*, § 8s.

³⁰⁸⁴ Rapport GCBF 2018, p. 7.

³⁰⁸⁵ Rapport blockchain 2018, p. 26 ; GOBAT, *Monnaies virtuelles*, p. 1097 ; MIGNON, *Bitcoin*, § 10 ; VON DER CRONE ET AL., p. 337s. Voir aussi la définition proposée par le GCBF : « une technologie informatique de stockage et de transmission de données sans organe de contrôle centralisé », cf. Rapport GCBF 2018, p. 7.

pourront se transférer des actifs digitaux³⁰⁸⁶. Les données de chaque transaction effectuée sont inscrites dans des blocs, liés successivement et créant ainsi une « chaîne de blocs » inaltérable. Par ce biais, chaque transaction figure dans toutes les copies du registre et ne peut plus être supprimée³⁰⁸⁷.

B. Décentralisation

1553 Comme nous venons de le dire, la technologie *blockchain* se base sur un registre décentralisé³⁰⁸⁸, en ce sens qu'il n'est pas contrôlé par une seule personne, mais par tous les participants. On peut alors transférer un actif digital à un autre participant³⁰⁸⁹, sans qu'un intermédiaire ne puisse contrôler, respectivement bloquer ou modifier, la transaction. En raison de cette décentralisation, il devient extrêmement difficile, voire impossible, de falsifier, modifier ou dupliquer une transaction, puisqu'elle ne correspondrait pas à ce qui figure sur le registre décentralisé se trouvant simultanément chez les autres participants³⁰⁹⁰.

1554 L'absence d'intermédiaire permet en outre de réduire les coûts et de permettre à n'importe quel individu possédant une connexion internet de participer. Il n'existe aucune restriction : pas de jours ouvrables ou fériés, pas de limites minimales ou maximales quant aux montants transférés. Qui plus est, la rapidité des transactions doit se compter en minutes, voire secondes. Toutefois, l'absence d'un intermédiaire central signifie aussi qu'une transaction est irréversible et ne peut pas être annulée. Ainsi, les fonds perdus suite à une erreur de manipulation, ou subtilisés suite à un piratage, ne peuvent pas être récupérés³⁰⁹¹.

C. Transfert

1555 Avant la *blockchain*, il n'existait pas d'unicité digitale. Autrement dit, il était impossible de transférer des données numériques à une autre personne sans

³⁰⁸⁶ Cf. Rapport GCBF 2018, pp. 7 et 9, qui nomme cela des « *crypto-assets* », et les définit comme des « avoirs virtuels ».

³⁰⁸⁷ HARI/DUPASQUIER, p. 424.

³⁰⁸⁸ Contrairement au registre détenu par une banque ou par un service de paiement en ligne comme *Paypal*, registre gardé précieusement et pouvant être modifié unilatéralement. Le registre est alors dit « centralisé ».

³⁰⁸⁹ KOGENS, *ITO*, § 2.

³⁰⁹⁰ HESS/SPIELMANN, p. 152s. et 155 ss ; WAGNER/WEBER, p. 61.

³⁰⁹¹ Pour plus de détails à ce sujet, cf. HARI/DUPASQUIER, p. 426 ss.

courir le risque que de telles données soient copiées ou falsifiées. Désormais, avec la *blockchain*, il devient possible de déplacer certaines données de la sphère de contrôle d'un individu X à celle d'un individu Y. La partie transférante peut prouver que les données ont été transférées, et le destinataire peut constater que les données ne sont plus en main de l'autre partie. Une application monétaire de tels principes s'est rapidement imposée³⁰⁹². Pour assurer le bien-fondé de chaque transaction et empêcher les abus, chaque transaction émise sur la *blockchain* est vérifiée et validée par les « mineurs », qui sont rémunérés en fractions de cryptomonnaies pour leur travail³⁰⁹³. Les mineurs justifient de leur légitimité en démontrant qu'ils ont dépensé de l'énergie (« *proof of work* ») ou qu'ils détiennent suffisamment d'unités (« *proof of stake* »), pour vérifier la transaction³⁰⁹⁴.

II. Cryptomonnaies et jetons

A. Notion

Il existe, aux côtés du *bitcoin*, plusieurs types de cryptomonnaies (aussi appelées « *altcoins* »³⁰⁹⁵, « monnaies cryptographiques » ou « monnaies virtuelles »). Considérées par certains comme une révolution financière³⁰⁹⁶, par d'autres comme une bulle sur le point d'exploser (ou ayant déjà explosé en 2018), par d'autres encore comme un moyen de financer les trafics illégaux³⁰⁹⁷, force est de constater qu'elles gagnent en importance de jour en jour³⁰⁹⁸.

1556

En pratique, le terme de cryptomonnaie est utilisé de manière extrêmement large, couvrant aussi bien les cryptomonnaies dites « pures » que les jetons émis par le biais d'ICO³⁰⁹⁹, sur des *blockchains* existantes ou nouvellement créées. Nous nous proposons de clarifier la situation, ainsi que la terminologie

1557

³⁰⁹² HARI/DUPASQUIER, p. 426.

³⁰⁹³ Rapport GCBF 2018, p. 7.

³⁰⁹⁴ VON DER CRONE ET AL., p. 338 ; WAGNER/WEBER, p. 61. Pour plus de détails quant à la preuve de travail et la preuve d'enjeu, cf. HARI/DUPASQUIER, p. 426 ainsi que Rapport GCBF 2018, p. 13s.

³⁰⁹⁵ Comprendre « *alternative coins* », soit des cryptomonnaies servant d'alternatives au *bitcoin*.

³⁰⁹⁶ AFFOLTER, *ICO*, § 1 ; HARI, *Monnaies cryptographiques*, p. 454 ; THÉRY, *Blockchain*, § 1.

³⁰⁹⁷ MIGNON, *Bitcoin*, § 2.

³⁰⁹⁸ En 2014, le Conseil fédéral considérait que l'importance économique des monnaies virtuelles était « insignifiante », qu'elle ne devrait pas augmenter dans un futur proche et qu'il n'était dès lors pas nécessaire de légiférer, cf. Rapport monnaies virtuelles 2014, p. 3.

³⁰⁹⁹ Parfois distribuées gratuitement, par le biais de « *faucet* » ou d'« *airdrop* ».

retenue. Selon nous, le terme de cryptomonnaies, au sens large, englobe toutes les cryptomonnaies et jetons existants. La cryptomonnaie au sens strict désigne les cryptomonnaies pures, c'est-à-dire ayant uniquement une fonction de paiement.

B. Cryptomonnaies pures

1558 La cryptomonnaie au sens strict, dite « pure » (« *reine Kryptowährung* »), est un moyen de paiement digital généré par le biais de certains principes de cryptographie, ne donnant droit à aucune contrepartie de la part d'un quelconque émetteur³¹⁰⁰. Elle est définie par le Conseil fédéral comme une « représentation numérique d'une valeur, négociable sur internet et remplissant les fonctions de la monnaie », quand bien même elle ne possède pas de cours légal ni de pendant matériel³¹⁰¹. Les cryptomonnaies doivent alors être considérées non pas comme des espèces ou des unités monétaires ayant cours légal³¹⁰², mais comme des valeurs patrimoniales (« *Vermögenswert* »)³¹⁰³. MIGNON arrive à une conclusion similaire, en tant qu'il considère qu'il s'agit d'actifs devant être considérés comme des moyens de paiement conventionnels³¹⁰⁴, à l'instar de l'or. La monnaie virtuelle est stockée et transmise sur le fameux registre décentralisé propre à la *blockchain* dont nous avons parlé précédemment³¹⁰⁵, sans qu'aucune autorité de surveillance ou de contrôle ne puisse intervenir³¹⁰⁶. La monnaie peut être échangée librement dans l'anonymat rela-

³¹⁰⁰ Rapport blockchain 2018, p. 49 ; Guide pratique FINMA 2018, p. 3 ; HARI/DUPASQUIER, p. 429s.

³¹⁰¹ Rapport monnaies virtuelles 2014, p. 8 ; GOBAT, *Monnaies virtuelles*, p. 1096. Relevons encore la position du BIS, *Crypto-assets*, § 2 : « *such assets do not reliably provide the standard functions of money and are unsafe to rely on as a medium of exchange or store of value. Crypto-assets are not legal tender, and are not backed by any government or public authority* ».

³¹⁰² Art. 1 et 2 LUMMP ; HARI, *Monnaies cryptographiques*, p. 454 ; HESS/SPIELMANN, p. 176s. Comme le relève HARI, cela a pour conséquence qu'on ne peut pas être forcé à accepter un *bitcoin* – ou toute autre cryptomonnaie – comme valeur d'échange, cf. HARI, *Monnaies cryptographiques*, p. 464.

³¹⁰³ Rapport monnaies virtuelles 2014, p. 8 ; GOBAT, *Monnaies virtuelles*, p. 1105.

³¹⁰⁴ Il faut comprendre le terme « conventionnel » dans le sens d'une convention entre parties, et non en tant que synonyme de « traditionnel ».

³¹⁰⁵ DELOITTE, *White Paper*, p. 9.

³¹⁰⁶ GOBAT, *Monnaies virtuelles*, p. 1095s. ; HARI, *Monnaies cryptographiques*, p. 453.

tif³¹⁰⁷, grâce à l'encryptage de la *blockchain*³¹⁰⁸. Elle devient alors, selon les cas, une réelle « alternative à la monnaie »³¹⁰⁹.

La cryptomonnaie pure la plus connue à ce jour est le *bitcoin* : créée en 2009 en réponse à la crise financière de 2008³¹¹⁰, il s'agit actuellement de la cryptomonnaie de référence³¹¹¹. Elle est d'ailleurs largement plus connue du grand public que la *blockchain*, la technologie sur laquelle elle repose³¹¹². Elle a été créée par un mystérieux individu, utilisant le pseudonyme de Satoshi Nakamoto. Le nombre total de *bitcoins* est de 21 mio ; il en existe environ 17 mio en circulation³¹¹³. Un *bitcoin* est cependant divisible jusqu'à huit chiffres après la virgule, si bien que le nombre d'unités maximal possible est de 2100 billions³¹¹⁴. Il existe une multitude d'autres cryptomonnaies pures comme notamment l'*ether*, le *litecoin* ou encore le *ripple*³¹¹⁵.

Comme nous le verrons dans les paragraphes qui suivent, les jetons dits « de paiement » sont traités, d'un point de vue juridique, de la même manière que les cryptomonnaies pures.

C. Jetons

Dans le langage spécialisé, on rencontrera souvent les termes de « jetons », *tokens* ou *coins*. Les jetons sont émis dans le cadre du financement par ICO : le contributeur se voit remettre, en échange de son dépôt en cryptomonnaie

³¹⁰⁷ « Relatif » car, contrairement aux croyances populaires, la plupart des cryptomonnaies offrent un anonymat très limité. Ainsi, la seule forme d'anonymat consiste dans le fait que l'adresse publique détenant les cryptomonnaies n'est pas liée publiquement au nom d'un individu en particulier. En dehors de cela, chaque transaction effectuée ainsi que tous les détails relatifs (montant, heure, adresse publique du destinataire) sont publics, puisqu'ils se trouvent dans le registre décentralisé. Cela signifie qu'une personne qui connaîtrait l'adresse publique d'un individu connaîtrait sa fortune cryptographique et les détails de chaque transaction effectuée. C'est très intelligemment que le Conseil fédéral parle, à cet égard, de « pseudonymat », cf. Rapport blockchain 2018, p. 26. Voir aussi l'analyse du GCBF, cf. Rapport GCBF 2018, p. 21s.

³¹⁰⁸ Pour plus de détails techniques et informatiques quant à une transaction *bitcoin*, cf. DELOITTE, *White Paper*, p. 9.

³¹⁰⁹ MIGNON, *Bitcoin*, § 11.

³¹¹⁰ Rapport GCBF 2018, p. 7.

³¹¹¹ Rapport monnaies virtuelles 2014, p. 4 ; MIGNON, *Bitcoin*, § 1 ; MORRIS, *Pitchbook*, p. 1.

³¹¹² DELOITTE, *White Paper*, p. 9 ; SEFFINGA ET AL., p. 811.

³¹¹³ GOBAT, *Monnaies virtuelles*, p. 1096.

³¹¹⁴ Rapport monnaies virtuelles 2014, p. 8.

³¹¹⁵ Parfois aussi nommées « *native tokens* », pour plus de détails, cf. Rapport blockchain 2018, p. 67 ; EGGEN, *Token*, pp. 559 et 561 ss ; MME, *Blockchain*, p. 3.

(ou plus rarement en *fiat money*, c'est-à-dire en monnaie fiduciaire³¹¹⁶), un certain nombre de jetons, qu'il pourra conserver dans son *wallet*.

- 1562 Un jeton est une unité informatique³¹¹⁷, lui conférant le statut d'actif numérique et permettant notamment une authentification³¹¹⁸ ; il procure certains droits à son titulaire, comme par exemple le droit d'utiliser une application informatique, ou d'autres droits sociaux ou patrimoniaux. Il peut aussi permettre l'adhésion à une association ou encore amener la preuve de possession d'un actif³¹¹⁹. Le type de contrepartie et/ou la fonction du jeton seront généralement décrits dans le *white paper* émis par la jeune société (cf. N 1579).
- 1563 Légalement, tous les jetons de même type sont fongibles : ils ne sont pas individualisés et se caractérisent uniquement par leur nombre, et sont interchangeables les uns par rapport aux autres. Techniquement toutefois, il convient de distinguer les jetons dits « parfaitement fongibles » des jetons « non-fongibles » : alors que les premiers sont de simples unités au sein du solde d'une adresse publique, les seconds sont individualisés à l'aide d'un numéro unique³¹²⁰.
- 1564 Il existe différentes méthodes de classification des jetons obtenus suite à une ICO ; nous choisissons de l'effectuer en se basant sur la contrepartie obtenue par le contributeur³¹²¹, autrement dit c'est la fonction³¹²² du jeton (et les droits octroyés au contributeur) qui sera déterminante et non la dénomination formelle utilisée par la société³¹²³. Comme le précise la FINMA, il n'existe à ce jour pas de « classification universellement reconnue » des jetons émis lors des ICO³¹²⁴. Il est en conséquence nécessaire d'analyser chaque jeton pour déterminer quelle contrepartie ce dernier procure à son titulaire.

³¹¹⁶ Rapport GCBF 2018, p. 8.

³¹¹⁷ EGGEN, *Token*, pp. 559 et 567 ; WALDER WYSS, *ICO*, p. 2. Voir aussi MÜLLER/MIGNON, p. 488, qui parlent de « *bout de code informatique* » et d'« *information digitale* ».

³¹¹⁸ MÜLLER/MIGNON, p. 488.

³¹¹⁹ AFFOLTER, *ICO*, § 7.

³¹²⁰ Les jetons non-fongibles ont été notamment utilisés pour *CryptoKitties* (jeu sur la *block-chain*) : chaque jeton représente un « chat digital » unique, défini par son code d'identification. Certains « chats digitaux » sont considérés comme des objets de collection rarisssimes. Un jeton s'est d'ailleurs vendu pour \$ 172'625.79 < <https://kittysales.herokuapp.com/>> (consulté le 26 juin 2019).

³¹²¹ Comme le précisent MÜLLER/MIGNON, p. 489, il s'agit de la classification la plus judicieuse, du point de vue juridique du moins.

³¹²² EGGEN, *Token*, p. 560.

³¹²³ ESSEBIER/BOURGOIS, p. 570, qui renvoient à l'arrêt TAF B-2991/2011 du 20 mars 2012.

³¹²⁴ Guide pratique FINMA 2018, p. 1 ss.

La qualification du jeton dépendra aussi de l'environnement légal dans lequel ledit jeton a été émis. Autrement dit, il est possible que la qualification du jeton diffère selon le cadre légal applicable, en fonction duquel l'analyse est effectuée. Dans la suite du travail, nous nous concentrerons principalement sur les qualifications du point de vue du droit suisse.

1565

1. Pas de contrepartie

Certains jetons émis ne donnent droit à aucune contrepartie, à l'instar des cryptomonnaies pures. La FINMA propose la terminologie de « jetons de paiement »³¹²⁵ (« *Zahlungs-Token* », « *payment tokens* »³¹²⁶) pour désigner ce type de jetons. Il faut impérativement que ces jetons ne soient pas une représentation numérique de certains droits exerçables à l'encontre de l'émetteur ou d'une quelconque entité tierce³¹²⁷. Leur seule utilité est le fait qu'ils peuvent être transmis d'une personne à l'autre, de manière digitale, sur la *blockchain* et donc sans intermédiaire. Il n'existe pas d'actifs sous-jacents. Le seul droit qu'obtient le contributeur est la propriété sur le jeton³¹²⁸, et le droit d'utiliser certaines fonctions algorithmiques et automatisées déployées sur la *blockchain* (*smart contracts*). Ces cryptomonnaies sont assimilées aux cryptomonnaies pures, puisque la seule valeur du jeton est sa valeur monétaire, autrement dit son statut de moyen d'échange³¹²⁹.

1566

2. Avec contrepartie

Le jeton peut octroyer certains droits à son possesseur : une contrepartie est donc reçue par le contributeur en échange de son investissement. Cette contrepartie peut revêtir des formes « très diverses »³¹³⁰ ; il s'agit de certains droits envers l'émetteur dudit jeton ou envers une tierce partie, selon les cas. On pense ici à des droits sociaux, des droits patrimoniaux, certains droits d'utilisation, mais aussi au droit d'obtenir d'autres valeurs virtuelles³¹³¹. Les

1567

³¹²⁵ Guide pratique FINMA 2018, p. 2.

³¹²⁶ Cf. EGGEN, *Token*, p. 560 qui utilise la terminologie « *currency token* ».

³¹²⁷ Par analogie, FAVRE ET AL., p. 2.

³¹²⁸ Guide pratique FINMA 2018, p. 2.

³¹²⁹ Rapport blockchain 2018, p. 49 ; DARBELLAY/REYMOND, *ICO*, p. 51 ; DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 880 ; EGGEN, *Token*, p. 560 ; MME, *Blockchain*, p. 3.

³¹³⁰ Rapport blockchain 2018, p. 49.

³¹³¹ DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 880. On rencontre parfois le terme « *colored coins* », cf. HESS/SPIELMANN, pp. 168 et 186 ; MAUCHLE, *FinTech*, p. 824s. ; MME, *Blockchain*, p. 3s. ; WAGNER/WEBER, p. 62.

éléments de plusieurs contrats pourront être combinés, comme notamment le prêt, le mandat, le dépôt, le contrat d'entreprise, l'achat ou l'échange³¹³². En outre, des droits de sociétariats pourraient être déduits de la configuration et des droits attachés à certains jetons.

a. Jetons d'utilité

1568 Les *utility tokens* (« jetons d'utilité »³¹³³, « *Nutzungs-Token* ») sont actuellement très prisés. Ils procurent le droit à leur titulaire d'échanger lesdits jetons contre le produit ou le service – ou simplement le droit d'utiliser le produit ou service³¹³⁴ – que la jeune société souhaite proposer une fois qu'elle est active sur le marché³¹³⁵. Il s'agit donc là d'un contrat d'échange, et donc d'un contrat de vente (art. 184 ss *cum* art. 237 CO), ou d'un contrat de mandat lorsque c'est un service qui est proposé par la jeune société (art. 394 ss CO)³¹³⁶. Dans un tel cas, un parallèle évident doit être tiré entre le jeton d'utilité et le *crowdsupporting* qui, nous l'avons vu, procure exactement ce type de droits ; par ailleurs, le cadre légal du *crowdsupporting* ne dépend ni du droit des sociétés ni du droit de la surveillance (*cf.* N 1451). C'est la raison pour laquelle beaucoup de sociétés choisissent ce biais pour se financer, ce qui permet d'échapper dans une certaine mesure à la surveillance de la FINMA. Il faut toutefois qu'il n'y ait aucune fonction économique d'investissement ou spéculative, et que le jeton puisse être utilisé ou échangé immédiatement ; à défaut, il sera traité comme un jeton d'investissement³¹³⁷.

b. Jetons d'investissement

1569 Les *asset tokens*, ou jetons d'investissement³¹³⁸ (« *Anlage-Token* ») représentent des valeurs patrimoniales : il peut s'agir d'une créance envers la jeune société ou de certains droits de sociétariat. La fonction économique du jeton est donc celle d'une action (« *equity token* »), d'une obligation (« *debt token* ») ou d'un instrument financier dérivé³¹³⁹. Comme le relève le Conseil fédéral, de

³¹³² Rapport blockchain 2018, p. 50.

³¹³³ Guide pratique FINMA 2018, p. 2.

³¹³⁴ Guide pratique FINMA 2018, p. 2 ; HESS/SPIELMANN, p. 186s. ; MME, *Blockchain*, p. 2.

³¹³⁵ Rapport blockchain 2018, p. 87.

³¹³⁶ KOGENS, *ITO*, § 6.

³¹³⁷ Rapport blockchain 2018, p. 88 ; Guide pratique FINMA 2018, p. 4s ; FAVRE ET AL., p. 2.

³¹³⁸ Terminologie empruntée à Guide pratique FINMA 2018, p. 2.

³¹³⁹ Rapport blockchain 2018, p. 87 ; Guide pratique FINMA 2018, p. 2 ; AFFOLTER, *ICO*, § 7 ; KOGENS, *ITO*, § 3.

tels jetons ont un caractère essentiellement spéculatif ou d'investissement³¹⁴⁰. Certains jetons d'investissement octroient des droits de copropriété à leurs détenteurs. Il devient ainsi possible de co-détenir un droit ou un bien physique (« *tokenization* »)³¹⁴¹. Lorsque des jetons d'investissement sont émis, ils devront être traités comme des valeurs mobilières (art. 2 lit. b LIMF)³¹⁴².

3. Jetons hybrides

Enfin, il est tout à fait envisageable qu'un jeton relève de plusieurs catégories de jetons. Autrement dit, un jeton pourrait être qualifié cumulativement de jeton d'investissement et de jeton de paiement³¹⁴³. Par ailleurs, la classification d'un jeton peut changer ultérieurement ; elle n'est pas « intangible »³¹⁴⁴.

1570

D. Stockage

Tout possesseur de cryptomonnaies ou d'autres *tokens* doit stocker ces derniers quelque part. Cela se fera sur ce que l'on nomme une adresse publique³¹⁴⁵ (« *public address* »), au sein de la *blockchain*³¹⁴⁶. Une adresse publique est une longue suite de caractères³¹⁴⁷ ; elle est comparée par certains auteurs au numéro IBAN³¹⁴⁸.

1571

Pour accéder à l'adresse publique, et gérer ou disposer des fonds cryptographiques qui s'y trouvent, il faut être en possession de ce que l'on nomme une clé privée cryptographique (« *private key* »), sorte de mot de passe crypté³¹⁴⁹. Cette clé privée est le seul et unique moyen d'accéder à l'adresse publique sur

1572

³¹⁴⁰ Rapport blockchain 2018, p. 87.

³¹⁴¹ Guide pratique FINMA 2018, p. 2 ; MAUCHLE, *FinTech*, p. 824s. ; MÜLLER/MIGNON, p. 489.

³¹⁴² Guide pratique FINMA 2018, p. 2 ; Guide pratique FINMA 2018, p. 4s ; FAVRE ET AL., p. 2.

³¹⁴³ Guide pratique FINMA 2018, p. 3.

³¹⁴⁴ FAVRE ET AL., p. 2.

³¹⁴⁵ Plus rarement des « clés publiques », cf. HARI/DUPASQUIER, p. 427.

³¹⁴⁶ Plus précisément, c'est la clé privée, permettant d'accéder et de transférer les actifs détenus sur l'adresse publique, qui est stockée sur le *wallet*.

³¹⁴⁷ Ressemblant à ceci, en ce qui concerne le bitcoin : 1MMk6bgjRvTpPzWvPngFAXqGLNiuMqreLU.

³¹⁴⁸ HARI, *Monnaies cryptographiques*, p. 454 ; VON DER CRONE ET AL., p. 338.

³¹⁴⁹ Une clé privée ressemble à cela, toujours en ce qui concerne le *bitcoin* : L5ET3e8Q9wmParFjkZ9ybWoam6kMCJibM1EearVgFmCpJG4ugTZy.

laquelle sont stockés les fonds, et de signer une transaction³¹⁵⁰ ; la clé peut être sauvegardée sur différents supports, que l'on nommera *wallets*³¹⁵¹. Le stockage sur *wallet* peut être chaud (« *hot storage* »), respectivement froid (« *cold storage* »), selon que le support est connecté à internet ou non.

1573 Le stockage chaud signifie que la clé privée est conservée sur un support connecté à internet. Il peut s'agir d'un ordinateur ou d'un téléphone portable (« *personal hot wallet* »). Le *wallet* peut aussi se trouver sur le *cloud*, où il est accessible depuis n'importe quel appareil, ou uniquement par le biais d'un logiciel spécialisé (« *software wallet* »). Enfin, il est possible de stocker les fonds cryptographiques sur une plateforme spécialisée. C'est alors cette dernière qui conservera la clé privée dans un lieu sécurisé. L'accès à la plateforme se fait ensuite par un identifiant et un mot de passe classiques. Dans le cas de solutions dites « chaudes », il est plus simple et plus pratique d'accéder à son adresse ; toutefois les risques de piratage et de vol sont plus élevés.

1574 Le stockage froid signifie que le support contenant la clé privée n'est pas connecté à internet. Le support le plus sûr est bien sûr la mémoire de notre cerveau (« *brain wallet* »). Toutefois, le risque d'oubli ou de destruction est extrêmement élevé. On peut aussi choisir de stocker sa clé privée sur un support USB spécialement conçu à de telles fins (« *hardware wallet* »)³¹⁵². Il faut alors connecter le support physiquement pour pouvoir accéder à l'adresse publique et disposer des fonds ; le risque de piratage est largement réduit mais le vol ou les dégâts physiques restent possibles (par exemple un incendie détruisant le support). Il est aussi possible de faire figurer la clé sur une simple feuille de papier (« *paper wallet* »). Là encore, le risque de perte, de vol ou de destruction reste élevé.

III. *Initial Coin Offering*

A. Notion

1575 Comme nous l'avons expliqué plus haut, une ICO est une levée de fonds qui s'effectue généralement à l'aide des cryptomonnaies et par le biais de la *blockchain*, et qui vise le développement d'une plateforme, d'un *software* ou de tout autre projet digital³¹⁵³ ; il peut néanmoins aussi s'agir d'un projet

³¹⁵⁰ Rapport GCBF 2018, p. 8.

³¹⁵¹ Rapport monnaies virtuelles 2014, p. 8.

³¹⁵² GOBAT, *Monnaies virtuelles*, p. 1096.

³¹⁵³ HESS ET AL., p. 1.

n'ayant pas ou peu de dimension numérique³¹⁵⁴. On rencontre aussi les termes ITO ou TGE (« *initial token offering* », respectivement « *token generating event* »³¹⁵⁵) ou encore *token sale*³¹⁵⁶. A l'instar de MÜLLER/MIGNON, nous continuerons d'utiliser le terme d'ICO, quand bien même nous admettons qu'il serait plus pertinent d'utiliser le terme de TGE³¹⁵⁷.

Les bailleurs de fonds versent un certain montant, en principe sous forme de cryptomonnaie et à l'aide de la technologie *blockchain*, en échange de quoi ils se voient remettre des *coins* ou *tokens*, émis par la société à la recherche de financement³¹⁵⁸. Avec ces derniers et selon les droits attachés, le contributeur pourra par exemple acheter le produit ou service que la jeune société prévoit de proposer³¹⁵⁹, participer au bénéfice ou espérer un remboursement ou le paiement d'un intérêt. Mais cela ne s'arrête pas là : dans le meilleur des cas (souvent le seul recherché), ces jetons prendront de la valeur et pourront être ensuite *tradés* sur un marché secondaire³¹⁶⁰. Autrement dit, il est possible de réaliser un retour sur investissement important lors de l'aliénation de ces jetons, à l'instar d'actions qui auraient été acquises lors d'une IPO, puis revendues quelques années plus tard à la hausse.

Les avantages d'un tel procédé sont les suivants : pour la société, la rapidité du processus est extrêmement séduisante. Il est ainsi possible de lever des montants élevés en quelques jours, heures et même parfois minutes. Par ailleurs, puisque le monde digital, et plus particulièrement la *blockchain*, ne connaît pas les frontières géographiques ni les jours ouvrables, il est possible de toucher, de manière continue, un cercle potentiel de bailleurs de fonds bien plus large. Enfin, comme il n'existe pas d'intermédiaires, il est possible pour tout un chacun de participer à l'investissement, sans qu'un établissement bancaire ou un gouvernement ne puisse s'interposer. Comme le formulent DARBEL-LAY/REYMOND, un tel procédé permet à toute société « d'atteindre directement les investisseurs en se détournant des intermédiaires financiers traditionnels,

³¹⁵⁴ DUPASQUIER ET AL., p. 94 ; FARINE, *ICO*, § 2 ; KOGENS, *ITO*, § 2 ; MÜLLER/MIGNON, p. 486. On pourrait imaginer un projet d'investissement immobilier ou la manufacture d'un produit. L'utilisation des fonds n'est donc pas forcément digitale.

³¹⁵⁵ FARINE Mathilde, *L'avocat qui «traduit» la nouvelle finance pour les banquiers traditionnels*, LeTemps.ch, 9 août 2017 <<https://www.letemps.ch/economie/2017/08/09/lavocat-traduit-nouvelle-finance-banquiers-traditionnels>> (consulté le 27 juin 2019) ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 47s. ; HESS ET AL., p. 1.

³¹⁵⁶ Communication FINMA 2017, p. 2.

³¹⁵⁷ MÜLLER/MIGNON, p. 486.

³¹⁵⁸ Rapport GCBF 2018, p. 8 ; Communication FINMA 2017, p. 2 ; MÜLLER/MIGNON, p. 486.

³¹⁵⁹ FARINE, *ICO*, § 4.

³¹⁶⁰ FARINE, *ICO*, § 3 ; HESS ET AL., p. 1 ; KOGENS, *ITO*, § 3.

telles les banques d'investissement, ainsi que des infrastructures traditionnelles des marchés financiers, telles les bourses »³¹⁶¹. Il n'existe pas non plus de plateforme internet intermédiaire, comme c'est le cas pour le financement participatif traditionnel.

- 1578 A l'instar du financement participatif, les ICO permettent aux contributeurs d'effectuer des investissements autrefois réservés aux investisseurs institutionnels ou aux particuliers fortunés. Les coûts de l'investissement sont par ailleurs réduits et la liquidité des jetons obtenus en contrepartie de la contribution est bien plus élevée qu'en cas de financement participatif traditionnel, ce qui profite aux deux parties³¹⁶². Cette liquidité élevée découle principalement de la facilité à transférer les jetons sur un marché secondaire, par le biais de *blockchain* et de plateformes d'échange spécialisées.

B. *White paper*

- 1579 La jeune société peut expliciter clairement les termes et conditions du financement, les fonctions attachées aux jetons, le droit applicable, les garanties accordées et la procédure d'arbitrage à suivre le cas échéant³¹⁶³. Elle fera cela par le biais de ce que l'on nomme un *white paper*. Ce document, publié par la jeune société³¹⁶⁴, permet à la société initiatrice d'exposer son projet et vise à séduire les contributeurs. Il contient un grand nombre d'informations, à savoir le projet détaillé, la *team* et sa vision, les *advisors* et les diverses mises en garde (souvent tièdes) quant aux risques importants liés à l'ICO et l'investissement y lié. Ces informations seront souvent la seule source disponible pour tenter d'effectuer une *due diligence*. Comme nous le verrons plus avant, une *due diligence* n'est que rarement menée par les contributeurs, trop obnubilés par des promesses de richesse et de rendements exorbitants. Précisons que le *white paper* ne remplit en principe pas les conditions pour être considéré comme un prospectus d'émission³¹⁶⁵ (*cf.* N 1605).

C. *Smart contract*

- 1580 Le *smart contract* est un outil permettant, entre autres, de créer des jetons. Ainsi, dans la majorité des cas, un *smart contract* est utilisé pour lever les

³¹⁶¹ DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 881.

³¹⁶² Rapport blockchain 2018, p. 36 ; AFFOLTER, *ICO*, § 3.

³¹⁶³ KOGENS, *ITO*, § 10 ss.

³¹⁶⁴ Rapport blockchain 2018, p. 34 ; MAUCHLE, *FinTech*, p. 825.

³¹⁶⁵ WALDER WYSS, *ICO*, p. 4.

fonds : il s'agit d'un protocole, rédigé en langage informatique, fonctionnant sur certaines *blockchains*³¹⁶⁶, qui exécute certaines opérations définies, lorsqu'une ou plusieurs conditions sont remplies³¹⁶⁷, selon le principe du « si..., alors ... ». En dépit du terme « *contract* » et du fait que le *smart contract* est souvent considéré comme un accord virtuel (« *virtual agreement* »³¹⁶⁸), il ne s'agit pas d'un contrat au sens du CO³¹⁶⁹. Ce dernier ne constitue en effet pas un échange de volontés concordantes et réciproques à lui seul³¹⁷⁰. Son nom est donc trompeur puisqu'il ne s'agit, selon le droit suisse du moins, pas d'un contrat, mais plutôt de l'instrument exécutant le contrat sous-jacent. En outre, le terme « *smart* », ou « intelligent » doit être compris comme permettant l'exécution « autonome et automatique »³¹⁷¹ d'une opération préprogrammée, et non comme une intelligence artificielle³¹⁷².

En l'occurrence, dans le cadre d'une ICO, le *smart contract* est souvent utilisé et programmé pour créer et transférer automatiquement les jetons au contributeur une fois le transfert de cryptomonnaies effectué, reconnu et validé³¹⁷³. Actuellement, certaines ICO permettent aussi d'exporter manuellement les jetons vers son *wallet*, sans passer par un *smart contract*.

1581

Chapitre 3 : Parties

Contrairement au financement participatif, qui comprend typiquement trois parties, à savoir la société à financer, le contributeur et une plateforme permettant de les mettre en relation, le financement par ICO est un mécanisme en principe purement *peer-to-peer*³¹⁷⁴. Il n'existe donc pas de plateformes internet intermédiaires pour mettre en place le financement, même s'il arrive tout

1582

³¹⁶⁶ On pense notamment à l'*ethereum*.

³¹⁶⁷ AFFOLTER, *ICO*, § 7.

³¹⁶⁸ DELOITTE, *White Paper*, p. 11.

³¹⁶⁹ MAUCHLE, *FinTech*, p. 826.

³¹⁷⁰ KOGENS, *ITO*, § 10 : « *valid agreement* ».

³¹⁷¹ MÜLLER/MIGNON, p. 488.

³¹⁷² MAUCHLE, *FinTech*, p. 826. Pour plus de détails quant à l'aspect technique des *smart contracts*, cf. HESS/SPIELMANN, p. 163s.

³¹⁷³ Rapport blockchain 2018, p. 35.

³¹⁷⁴ Rapport blockchain 2018, p. 33 ; MÜLLER/MIGNON, p. 487.

de même que certaines sociétés se positionnent en tant qu'intermédiaire de courtage pour les ICO³¹⁷⁵. L'absence d'intermédiaire découle en premier lieu des principes fondamentaux de la *blockchain* : la maîtrise totale de ces actifs et l'absence d'intermédiaires pour les transactions. Selon nous, elle s'explique aussi par le fait que les ICO ont fait l'objet d'un enthousiasme quasi-fanatique, faisant perdre tout sens logique aux masses de contributeurs. Ces derniers investissaient dans des projets qui n'avaient parfois ni queue ni tête, sans se soucier des risques de fraudes et d'escroqueries. Avec le temps, il est fort probable que l'organisation et la structuration d'ICO évolueront, pour ressembler à celles adoptées pour les campagnes de *crowdfunding*. La masse de contributeurs, venant potentiellement des quatre coins du monde chaque jour un peu plus raisonnable, souhaitera vraisemblablement qu'une entité effectue une *due diligence*, même sommaire, à l'image du rôle proactif de certaines plateformes de financement participatif.

- 1583 En aval, il existe d'autres types de plateformes, dites d'échanges : ces plateformes permettent, à l'instar d'une bourse, de vendre et acheter certaines cryptomonnaies au prix du marché. Elles ne sont toutefois pas partie au processus de financement par ICO. On constate cependant une nouvelle tendance dans le domaine des ICO, à savoir les IEO (« *initial exchange offering* ») : c'est alors la plateforme d'échange qui procède à la levée de fonds cryptographiques, après avoir sélectionné les projets les plus prometteurs.

I. Société à financer

- 1584 La société à financer (on emploiera aussi les termes de « société émettrice » ou « société initiante ») est une jeune société, souvent encore au stade du développement initial³¹⁷⁶ (c'est-à-dire qui vient d'être créée ou est sur le point de l'être, cf. N 53) qui cherche à lever des fonds pour sa fondation, sa croissance ou le développement d'un certain projet. Il s'agira souvent (mais pas forcément) d'une jeune société proposant un produit ou service digital, et dans certains cas, active dans les technologies financières³¹⁷⁷.

³¹⁷⁵ C'est notamment le cas de la société *Bitcoin Suisse AG*, basée à Zoug. Comme elle l'indique dans les *framework agreements* qu'elle fournit pour chaque ICO, elle reçoit tout d'abord un certain nombre de jetons. Puis, elle vérifie l'identité et l'origine des contributeurs, les aide à comprendre l'ICO en question, récolte les fonds et les converti si besoin en cryptomonnaies, pour enfin transférer au contributeur le nombre de jetons auquel ce dernier a droit au vu de sa contribution.

³¹⁷⁶ EGGEN, *Token*, p. 567 ; Statement investors ESMA 2017, p. 1, qui parle de « *very early stage* ».

³¹⁷⁷ STARTUPTICKER.CH, *Swiss Venture Capital Report 2018*, p. 30.

En raison du *numerus clausus* que connaît le droit des sociétés suisse, la jeune société doit adopter une des formes prévues dans la loi. À défaut, elle sera considérée comme une société simple au sens des art. 530 ss CO ; les associés seront alors responsables de manière illimitée et solidaire³¹⁷⁸. En règle générale, les sociétés adopteront la forme de la SA ou de la Sàrl³¹⁷⁹. Il reste possible de choisir la fondation à but non lucratif³¹⁸⁰, qui ne peut être considérée comme exerçant une activité bancaire (art. 5 al. 2 lit. f OB). Lorsqu'elle est choisie, la fondation sert principalement à lever les fonds ; elle permet aussi un meilleur traitement fiscal³¹⁸¹, lorsqu'il existe un but idéal ou d'utilité publique (art 56 lit. g LIFD et art. 23 al. 1 lit. f LHID). L'activité opérationnelle est ensuite laissée à une société de capitaux traditionnelle. Cette dernière forme est plus marginale lorsqu'il s'agit, pour la société, de réellement commercialiser un produit ou un service. Elle a été utilisée avec succès pour certains *native tokens*³¹⁸², comme l'*ethereum* ou *tezos*, et accompagne généralement une SA ou Sàrl³¹⁸³. Le fait que le patrimoine de la fondation ne puisse être utilisé que lorsque cela est conforme à son but peut être considéré comme un gage de confiance par les contributeurs³¹⁸⁴.

1585

Il est recommandé que la levée de fonds par ICO soit effectuée après que la société à financer a été créée et inscrite au registre du commerce³¹⁸⁵, en vue de bénéficier de la limitation de responsabilité que procurent les sociétés de capitaux. À défaut, les fondateurs risqueraient bien d'être responsables de manière illimitée et solidaire (sous réserve de l'art. 645 CO concernant les actes faits trois mois avant la fondation de la société) ; en outre, la responsabilité des fondateurs/*management* dans les actes de fondation pourrait être engagée (art. 753 CO).

1586

³¹⁷⁸ C'est le cas lorsque les fonds sont levés par une DAO (« *decentralized anonymous organization* »), cf. HESS/SPIELMANN, p. 191s. ; KOGENS, *ITO*, § 8.

³¹⁷⁹ Selon nos estimations, la forme de la SA est choisie dans deux tiers des cas d'ICO lancées par des sociétés basées en Suisse, le dernier tiers privilégiant la Sàrl.

³¹⁸⁰ GENIER Yves, *Comment réussir son ICO ?*, PME.ch, 12 juin 2018 <<https://www.pme.ch/finances/2018/06/15/reussir-ico>> (consulté le 27 juin 2019) ; KOGENS, *ITO*, § 9 ; NAZARENO, *Initial Coin Offering*, p. 198s.

³¹⁸¹ FAVRE ET AL., p. 3.

³¹⁸² Un *native token* est un jeton qui possède sa propre *blockchain*, cf. EGGEN, *Token*, p. 561s. ainsi que VON DER CRONE ET AL., p. 338.

³¹⁸³ Un binôme SA-Fondation a été utilisé pour les deux plus grosses ICO ayant eu lieu à ce jour sur le territoire suisse, à savoir *HDAC* et *Tezos*.

³¹⁸⁴ FAVRE ET AL., p. 3.

³¹⁸⁵ KOGENS, *ITO*, § 9.

II. Contributeur

- 1587 Le contributeur est la partie qui fournit les fonds cryptographiques à la société, en échange de quoi il reçoit une certaine quantité de jetons. On parle ainsi de « *tokenholder* » (littéralement : détenteur de jetons). Contrairement à beaucoup d'auteurs, nous choisissons d'utiliser la terminologie de « contributeurs » et non pas d'« investisseurs »³¹⁸⁶, en raison des larges similarités avec le financement participatif. En outre, le terme d'investisseur est, à notre avis, étroitement lié à une participation au capital et à l'obtention de droits sociaux et patrimoniaux, ce qui est rarement (voire jamais) le cas dans les ICO. Enfin, le fait que la mise à disposition des fonds se fasse généralement sans aucune expérience et sans qu'une quelconque *due diligence* ne soit effectuée nous conforte dans notre position.
- 1588 En ce qui concerne la personne du contributeur, il peut s'agir aussi bien d'une personne physique ou morale, que d'une société simple entre divers contributeurs. En raison du fait qu'il n'existe aucun intermédiaire ni autorité de contrôle, l'identité ou le domicile de la personne ne sont pas toujours connus ; il pourrait donc même s'agir d'une personne mineure ou interdite. Récemment, on observe une nouvelle pratique tendant à exclure les contributeurs en fonction du cadre légal auquel ils sont soumis, de leur nationalité ou de leur domicile. Ainsi et à titre d'exemple, de nombreuses ICO refusent les contributeurs américains.
- 1589 De fait, les obligations du contributeur sont peu nombreuses. Il devra s'identifier et prouver son adresse en envoyant, de manière digitale, certains documents (carte d'identité, facture utilitaire, etc.). La force probante de ces documents reste douteuse, car il est extrêmement simple de falsifier ou modifier un document numérique. Le contributeur devra en outre accepter les termes et conditions générales. Après avoir effectué cela, il sera placé sur une *white list*, liste de contributeurs admis à participer à l'ICO. Le moment venu, il enverra les fonds par voie cryptographique.

³¹⁸⁶ Terminologie utilisée notamment par MÜLLER/MIGNON, p. 486.

Chapitre 4 : Cadre légal

I. Généralités

Il faut tout d'abord préciser qu'en dépit de la ressemblance phonétique, une ICO n'a, du point de vue légal, rien à voir avec une IPO³¹⁸⁷ (introduction en bourse), qui sont, elles, régulées de manière extrêmement stricte ; de plus, les IPO concernent, sauf rares exceptions, des sociétés déjà matures. Dans le cas d'une ICO, il n'y a aucune cotation sur une quelconque bourse ou même plateforme d'échange de jetons. Il s'agit uniquement de l'émission de *tokens* sur une *blockchain*, en échange d'un investissement de la part des contributeurs. La seule similarité avec l'IPO est le fait que des fonds sont levés auprès du public et servent à financer une société.

1590

En raison de l'essor phénoménal de ce mode de financement et du fait que la protection du contributeur est dérisoire (ce notamment en raison de l'anonymat qu'internet peut procurer à certains individus mal intentionnés, du statut flou du contributeur, des faibles sommes investies individuellement et des litiges souvent transfrontières), de plus en plus d'États songent à réguler ce type de marchés, s'ils ne l'ont pas déjà fait³¹⁸⁸. En raison de la jeunesse des cryptomonnaies, de nouvelles réglementations nationales entrent en vigueur chaque année, si ce n'est chaque mois. Parallèlement, les autorités de surveillance des marchés, auparavant plutôt réservées, sont désormais particulièrement actives et loquaces. Tout aperçu sera rapidement dépassé et tombera trop vite dans la désuétude, si bien que nous nous limiterons à mentionner certains événements législatifs marquants.

1591

A. Situation internationale

Les États-Unis ont, à l'instar de Singapour et du Royaume-Uni, mis en place un *regulatory sandbox*. Les entreprises *fintech* peuvent rejoindre ce « bac à sable réglementaire » uniquement avec l'accord de l'autorité de surveillance, qui les surveille de manière stricte et qui limite le nombre de places et la durée dans le *sandbox*. Toujours en ce qui concerne les États-Unis, la plupart des

1592

³¹⁸⁷ Raison pour laquelle le terme ICO devrait être abandonné au profit du terme TGE, cf. MME, *Blockchain*, p. 2 ; MÜLLER/MIGNON, p. 486. Voir aussi DARBELLAY/REYMOND, *ICO*, p. 50, qui parle de « *token pre-sale* ».

³¹⁸⁸ WÖCKENER ET AL., p. 2.

ICO et plateformes d'échange évitent d'offrir et/ou vendre des jetons à des investisseurs américains. En effet, la SEC qualifie très facilement les jetons de *securities*, ce qui a pour conséquence l'assujettissement à des réglementations extrêmement contraignantes³¹⁸⁹.

- 1593 En 2017, Singapour décidait d'encadrer les ICO plus strictement, en suivant l'exemple américain³¹⁹⁰. La Banque populaire de Chine a, elle, déclaré que les ICO seraient dorénavant illégales, invoquant les risques de fraudes ; selon la nouvelle législation, les jetons obtenus avant l'interdiction doivent être remboursés³¹⁹¹. En outre, toute transaction commerciale incluant des jetons est interdite³¹⁹². La Corée du Sud a elle aussi décidé d'interdire les ICO, mais uniquement lorsqu'elles sont coréennes. Cela signifie qu'il reste possible pour l'investisseur coréen d'investir sur des ICO étrangères.
- 1594 Début 2018, c'est Gibraltar qui fut le premier pays à mettre en place une législation spécialement dédiée aux ICO³¹⁹³, visant à assurer une meilleure information des investisseurs et, plus généralement, un encadrement plus strict des sociétés souhaitant lancer une ICO³¹⁹⁴. D'autres pays tentent de se profiler dans le domaine : on pense à Malte, qui a adopté en 2018 plusieurs textes de lois particulièrement favorables aux ICO³¹⁹⁵, ou à l'Estonie, dont le gouvernement utilise déjà la *blockchain* au sein de son administration³¹⁹⁶.
- 1595 Enfin, au niveau européen, l'AEMF a sorti, fin 2017, deux déclarations, sous forme d'avertissements. Le premier est destiné aux sociétés souhaitant se financer par le biais d'une ICO, leur rappelant le cadre légal à respecter, lorsque les jetons sont considérés comme des instruments financiers, en ce qui concerne le prospectus d'émission, la surveillance des marchés financiers et le

³¹⁸⁹ Pour plus de détails quant au cadre légal américain, cf. DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 881, ainsi que MÜLLER/MIGNON, p. 487. Voir aussi HARI/DUPASQUIER, p. 441.

³¹⁹⁰ DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 882.

³¹⁹¹ DELAYE Fabrice, *Bitcoin et les cryptosectes*, Bilan.ch, 5 septembre 2017 <<http://www.bilan.ch/fabrice-delaye/le-fablab/bitcoin-cryptosectes-0>> (consulté le 27 juin 2019).

³¹⁹² Bloomberg.com, *Bitcoin Tumbles as PBOC Declares Initial Coin Offerings Illegal*, 4 septembre 2017 <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-04/china-central-bank-says-initial-coin-offerings-are-illegal>> (consulté le 27 juin 2019).

³¹⁹³ Statement GFSC 2017, § 1 ss ; HUW, *Gibraltar*, § 1 ss.

³¹⁹⁴ HUW, *Gibraltar*, § 10s.

³¹⁹⁵ Loc.gov, *Government Passes Three Laws to Encourage Blockchain Technology*, 31 août 2018 <<http://www.loc.gov/law/foreign-news/article/malta-government-passes-three-laws-to-encourage-blockchain-technology/>> (consulté le 27 juin 2019).

³¹⁹⁶ E-Estonia.com, *Security and safety* <<https://e-estonia.com/solutions/security-and-safety/ksi-blockchain/>> (consulté le 27 juin 2019).

blanchiment d'argent³¹⁹⁷. Le second est rédigé à l'égard des investisseurs, et leur rappelle le risque extrême lié aux ICO³¹⁹⁸. Plusieurs pays comme l'Angleterre, la France ou l'Allemagne ont pris des mesures permettant de mieux encadrer les levées de fonds cryptographiques³¹⁹⁹.

B. Suisse

1. Contexte

La Suisse est une nation *crypto-friendly* : elle est particulièrement attrayante lorsqu'il s'agit d'effectuer une ICO³²⁰⁰, plus largement de développer des projets en relation avec la *blockchain*, en raison de son environnement légal plutôt favorable, à la qualité de ses tribunaux arbitraux et à l'existence de fondations à but non lucratif³²⁰¹. Ainsi, cinq des douze plus grandes ICO jamais effectuées ont été lancées depuis la Suisse, levant collectivement près d'un milliard de dollars³²⁰². Plusieurs jeunes sociétés actives dans le domaine de la *blockchain* ont constitué la « *Crypto Valley Association* » dans la région de Zoug, initiative soutenue notamment par le canton de Zoug, UBS et PwC³²⁰³. Des conditions fiscales favorables ont du reste été mises en place par le canton. Enfin, au niveau politique, le Gouvernement fédéral a souligné fin 2018 son ouverture à la technologie *blockchain*, dans un rapport de presque 200 pages, d'excellente facture³²⁰⁴.

1596

³¹⁹⁷ Statement firms ESMA 2017, p. 1s.

³¹⁹⁸ Statement investors ESMA 2017, p. 1.

³¹⁹⁹ À ce sujet, ESSEBIER/BOURGEOIS, p. 569 ; WÖCKENER ET AL., p. 3 ss.

³²⁰⁰ WÖCKENER ET AL., p. 3.

³²⁰¹ AFFOLTER, *ICO*, § 3 ; DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 880 ; MORRIS, *Pitchbook*, p. 3. En outre, le Liechtenstein se profile lui aussi comme extrêmement attractif, notamment d'un point de vue fiscal, lorsque vient le temps de lancer une ICO ; pour plus de détails à ce sujet, cf. LANGER, *Krypto*, p. 846 ss.

³²⁰² Au 1^{er} janvier 2019, il s'agit de HDAC (\$259 mio), Tezos (\$238.1 mio), Sirin Labs (\$158 mio), Bancor (\$156.6 mio), The DAO (\$142.5 mio).

³²⁰³ CHAVANNE Yannick, *La «Crypto Valley» suisse bien décidée à devenir le pôle leader de l'innovation blockchain*, 7 mars 2017 <<http://www.ictjournal.ch/news/2017-03-07/la-crypto-valley-suisse-bien-decidee-a-devenir-le-pole-leader-de-linnovation>> (consulté le 27 juin 2019) ; MAUCHLE, *FinTech*, p. 811.

³²⁰⁴ Rapport blockchain 2018, p. 12s.

2. Règles applicables

- 1597 Si la Suisse a effectivement une approche positive en ce qui concerne l'innovation en rapport avec la *blockchain*, il n'en reste pas moins que le cadre légal actuel reste rigide et parfois mal adapté aux ICO, alors qu'il devrait favoriser cet essor³²⁰⁵ et non le paralyser ou le compliquer inutilement.
- 1598 Le Conseil fédéral a commencé par reconnaître, en 2014, que les transactions effectuées en cryptomonnaies ne se déroulaient pas dans un « vide juridique », en ce sens que lesdites transactions présentaient, de manière usuelle, une manifestation de volontés concordantes et réciproques et rentraient donc dans le champ d'application du CO³²⁰⁶. Du point de vue du droit privé, on peut donc valablement conclure des contrats en utilisant les monnaies virtuelles comme moyen de paiement, malgré le fait qu'elles ne font pas l'objet d'une quelconque réglementation spécifique en Suisse³²⁰⁷.
- 1599 Il n'est pas surprenant que les ICO, phénomènes encore bien plus récents, soient entourées d'un flou juridique. En effet, les jetons ne sont ni régulés, ni audités. Leur émission n'est par ailleurs pas constatée par un officier public et l'émetteur – ou le contributeur – n'est parfois même pas parfaitement identifié³²⁰⁸. Le risque de fraude existe bel et bien et la protection de l'investisseur semble donc fortement remise en cause. C'est à juste titre que DARBELLAY/REYMOND qualifiaient en 2017 ce phénomène de « *Wild West* du financement »³²⁰⁹. Mais nos autorités ont su réagir (relativement) rapidement : la FINMA a ainsi publié, début 2018, un guide pratique permettant de préciser le régime juridique applicable aux ICO et aux jetons émis, ce dans un but de sécurité du droit. L'objectif premier était de protéger les investisseurs, qui sont particulièrement inexpérimentés et vulnérables, dans ce nouveau contexte. Parallèlement, le Conseil fédéral proposait dans un rapport sur la *blockchain*, fin 2018, plusieurs éléments de réponse fort pertinents, sur lesquels nous aurons l'occasion de revenir. Il découle de ces prises de positions

³²⁰⁵ DELOITTE, *White Paper*, p. 18 ; FAVRE ET AL., p. 1 ; MÜLLER ET AL., *FinTech*, p. 2.

³²⁰⁶ Rapport monnaies virtuelles 2014, pp. 11 et 27.

³²⁰⁷ Rapport monnaies virtuelles 2014, p. 3 ; Communiqué presse FINMA 2017a, p. 1 ; Communication FINMA 2017, p. 2 ; ; FAVRE ET AL., p. 1 ; ISLER/MÜLLER, p. 125 ; MÜLLER ET AL., *FinTech*, p. 2.

³²⁰⁸ FARINE, *ICO*, § 8. Voir par exemple la *team* fondatrice d'*Xtrabytes* qui a choisi de rester anonyme : <<https://support.xtrabytes.global/hc/en-us/articles/360000175411-Why-do-some-team-members-remain-anonymous->> (consulté le 27 juin 2019) ; ou le cas de *Confido*, où les identités des fondateurs ont été montées de toutes pièces <<https://www.cnn.com/2017/11/21/confido-ico-exit-scam-founders-run-away-with-375k.html>> (consulté le 27 juin 2019).

³²⁰⁹ DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 880.

qu'actuellement, le régime applicable se détermine principalement selon la contrepartie à laquelle donnent droit les jetons³²¹⁰. Début 2019, le Conseil fédéral a proposé de modifier le droit des titres, en créant une nouvelle catégorie de « droits-valeurs d'un registre distribué » (*cf.* N 1647), permettant de prendre en compte les caractéristiques des jetons.

Il s'agit donc de déterminer précisément la qualification des jetons et des conséquences découlant d'une telle qualification. Cela permettra de définir les dispositions légales s'appliquant à ce type de levées de fonds. Ainsi, pour la majeure partie, ce qui a été dit dans le cadre du financement participatif et de ses variantes, s'applique *mutatis mutandis* au traitement juridique des ICO (*cf.* N 1371). Répétons-le à toutes fins utiles, le nouveau droit des services financiers entrera en vigueur en 2020 et facilitera, dans une certaine mesure, les levées de fonds participatives ; par ailleurs, certains allègements découlant de cette législation figurent déjà dans le droit bancaire.

1600

La nouvelle composante du financement par ICO, par rapport au financement participatif, est le fait que le financement se fait par l'émission de jetons, ne reflétant que difficilement les éventuels droits des contributeurs. Il convient donc d'aborder les problématiques posées par un tel type d'instrument, au vu du droit des sociétés et du droit de la surveillance.

1601

II. Droit des sociétés

Le fait pour une société d'accepter des fonds propres, sans passer par l'intermédiaire d'une plateforme ou d'une maison d'émission – pour autant qu'il n'existe aucune obligation de remboursement et qu'aucun moyen de paiement ne soit émis – se trouve en dehors du champ d'application du droit de la surveillance (surveillance qui incombe à la FINMA)³²¹¹. Il en va de même pour l'emprunt obligataire (art. 1156 CO), qui ne sera pas abordé tant il est rare (*cf.* N 1459)³²¹². Toutefois, même si ces conditions sont remplies et que le droit de la surveillance n'entre pas en ligne de compte, certaines prérogatives impératives du droit suisse des sociétés doivent tout de même être respectées. Le droit des sociétés s'applique lorsque le jeton obtenu par le contributeur doit être considéré comme un titre de participation, en raison des

1602

³²¹⁰ MÜLLER/MIGNON, p. 487.

³²¹¹ Guide pratique FINMA 2018, p. 1 ; Communication FINMA 2017, p. 2.

³²¹² Mentionnons toutefois l'ICO d'envion AG, qui avait tenté, début 2018, de bénéficier de l'exception à l'activité bancaire que l'emprunt obligataire octroie (art. 5 al. 3 OB), mais qui n'a pas respecté les conditions posées par l'art. 1156 CO. La FINMA a donc constaté une activité bancaire, *cf.* Communiqué presse FINMA 2019.

droits qu'il confère, qui devront nécessairement être sociaux, patrimoniaux et/ou d'information. Lorsqu'un jeton est qualifié de titre de participation au sens du droit des sociétés, alors la société risque bien de devoir établir un prospectus d'émission et une attestation de vérification, comme nous l'aborderons dans les deux sections qui suivent.

1603 En ce qui concerne les droits d'actionnariat, précisons encore qu'il doit s'agir de droits, et non d'une simple expectative ou éventualité ; les contributeurs devraient pouvoir faire valoir de tels droits en justice, le cas échéant. Par exemple, lorsque le vote des contributeurs est purement consultatif, on devra refuser la qualification de titres de participation. Selon nous, les jetons doivent donc conférer des droits tangibles aux contributeurs, pour que l'on puisse y rattacher la qualité d'actionnaire au sens du droit des sociétés suisse ; ceci s'explique par le fait qu'il n'est pas possible de créer une catégorie d'associés inconnue. Comme le précise le Conseil fédéral, « la qualité d'associé est définie de manière exclusive »³²¹³ par le droit des sociétés suisse. Autrement dit, il n'est pas possible de créer des titres de participation en dehors de ce que prévoit le droit des sociétés.

1604 Ajoutons enfin que, en pratique, les sociétés initiatrices ont systématiquement évité d'émettre des titres de participation, puisqu'elles ont rapidement réalisé que la masse de contributeurs était prête à investir des montants considérables, même lorsque le jeton ne procurait pour ainsi dire aucun droit social, patrimonial ou d'information. Néanmoins, les marchés sont en train d'évoluer et commencent lentement à entendre raison : la foule de contributeurs réfléchit à deux fois avant d'investir dans un jeton ne donnant aucun droit. C'est pourquoi un nouveau type d'ICO se profile à l'horizon, appelé *securities token offering* (STO). Par ce biais, des jeunes sociétés acceptent expressément que les jetons qu'elles émettent soient qualifiés de *securities* (terme de droit américain, correspondant en grande partie aux valeurs mobilières en droit suisse) ; elles devront alors se soumettre aux législations nationales applicables à une telle émission. Il est fort à parier que ce type d'ICO remplacera, à terme, les ICO d'aujourd'hui³²¹⁴.

³²¹³ Rapport blockchain 2018, p. 51.

³²¹⁴ YAZGI Aline, *ICO, STO, token : comprendre ces nouvelles formes de financement*, PME.ch, 12 mars 2019 <<https://www.pme.ch/finances/2019/03/12/ico-sto-token-comprendre-nouvelles-formes-financement>> (consulté le 27 juin 2019).

A. Prospectus d'émission

Comme vu ci-dessus, lorsque des jetons sont mis en circulation dans le but de lever des fonds propres, et qu'ils revêtent clairement les attributs de titres de participation, alors la situation est la même que lorsque des actions nouvelles sont offertes en souscription publique : un prospectus d'émission doit, selon les modalités du financement, être publié, sous l'empire du droit actuel (art. 652a CO)³²¹⁵ et du nouveau droit des services financiers (art. 36 LSFIn). Nous avons pu aborder ce cas de figure en détails dans le cadre du *crowdinvesting*, si bien que nous ne nous y attardons pas présentement (*cf.* N 1479). Précisons tout de même que, bien qu'un *white paper* soit généralement publié et quand bien même il contient un grand nombre d'informations, il ne remplit pas les conditions pour pouvoir être considéré comme un prospectus d'émission au sens de la loi³²¹⁶ : confrontée à une obligation de publication, la société devra donc impérativement publier, parallèlement à son *white paper*, un prospectus d'émission complet.

1605

B. Attestation de vérification

Le problème principal est qu'un hypothétique « apport » effectué par les contributeurs s'effectue très souvent en cryptomonnaie. Comme explicité plus haut, les cryptomonnaies ne possèdent pas de cours légal et ne peuvent donc être considérées comme des « espèces » au sens de l'art. 633 CO. En tant que les cryptomonnaies sont des valeurs patrimoniales, l'apport en cryptomonnaie est en réalité un apport en nature au sens de l'art. 634 CO. Cela a d'ailleurs été confirmé dans la pratique de plusieurs registres du commerce³²¹⁷.

1606

Pour prendre un exemple illustrant cet état de fait dans la réalité matérielle, et non digitale, on pourrait imaginer une jeune société levant des fonds en récoltant de l'or auprès des contributeurs ; les actionnaires effectuent alors leur apport en remettant une certaine quantité d'or à la société, qu'elle pourra ensuite utiliser ou revendre pour mener son activité commerciale. Dans le cas où

1607

³²¹⁵ Du même avis, FAVRE ET AL., p. 3 ; HARI/DUPASQUIER, p. 443.

³²¹⁶ WALDER WYSS, *ICO*, p. 4.

³²¹⁷ Par exemple, le registre du commerce neuchâtelois, qui a accepté trois bitcoins en tant qu'apports en nature, dans le cadre de la fondation de IndéNodes Sàrl (voir l'art. 4bis des statuts de la société précitée), ou le registre du commerce zougais : ZG.ch, *HR Zug lässt Kryptowährungen als Sacheinlage zu*, 4 septembre 2017 <<https://www.zg.ch/behoerden/volkswirtschaftsdirektion/handelsregisteramt/aktuell/bitcoin-als-sacheinlage>> (consulté le 27 juin 2019). Voir aussi à ce sujet, *cf.* MÜLLER ET AL., *Kryptowährung*, p. 1318 ss.

la société octroie certains avantages largement similaires à ceux que des actionnaires auraient obtenu, comme des droits sociaux et patrimoniaux, c'est-à-dire une participation au bénéfice par le biais de dividendes, et/ou une certaine influence sur la marche de la société, alors on devra considérer que la société se finance par fonds propres, en tant qu'il s'agit d'apports en nature (art. 628 al. 1 CO).

- 1608 Pour qu'un apport en nature soit acceptable et accepté, quatre conditions doivent être remplies : le bien doit être évaluable, transférable, activable et réalisable³²¹⁸. En tant que la plupart des cryptomonnaies *mainstream* sont cotées sur une multitude de plateformes d'échange, fournissant un prix basé sur l'offre et la demande, il devient relativement facile d'obtenir une évaluation de la valeur précise. Une cryptomonnaie reconnue est donc aisément évaluable et réalisable, et en conséquence activable. Enfin, de par la technologie de la *blockchain*, une cryptomonnaie est par définition facilement transférable.
- 1609 Si une société acceptait de tels apports en nature, sans établir d'attestation de vérification au sens des art. 634 al. 3, 635 et 635a CO (*cum* art. 652c CO), cela entraînerait la responsabilité des fondateurs et de toute personne ayant coopéré à la fondation et/ou à la gestion de la société (art. 753, respectivement 754 CO).
- 1610 En conclusion, on peut admettre qu'une levée de fonds par le biais des monnaies virtuelles, lorsqu'elle permet d'obtenir le statut d'actionnaire, constitue un cas d'apport en nature, entraînant l'obligation pour la société d'établir un rapport de fondation ou une attestation de vérification. Pour échapper à ces devoirs, les jeunes sociétés émettent en règle générale des *utility tokens* ou des jetons de paiement, c'est-à-dire des jetons ne conférant aucun droit de sociétariat. Dans ces cas-là, les contributeurs ne sont plus considérés comme des actionnaires ou participants et les obligations découlant du droit des sociétés tombent.

III. Droit de la surveillance

- 1611 Le droit de la surveillance regroupe tous les domaines dans lesquels la FINMA est en charge d'un contrôle et d'un suivi, comme notamment le droit bancaire et le droit des marchés financiers³²¹⁹. Selon le type de contreparties auxquelles le jeton émis par la société donne droit, certaines régulations du droit

³²¹⁸ Communication OFRC 2001, p. 2 ss.

³²¹⁹ Guide pratique FINMA 2018, p. 1 ; Communication FINMA 2017, p. 2.

de la surveillance doivent être prises en compte, tant par la jeune société que par les contributeurs.

Initialement plutôt timide et réservée quant aux levées de fonds par le biais de cryptomonnaies, la FINMA a décidé de clarifier les choses, tout d'abord en septembre 2017, en déclarant la faillite de trois sociétés ayant accepté des dépôts du public à hauteur de plusieurs millions de francs, alors qu'aucune autorisation bancaire n'avait été délivrée. Ces trois sociétés avaient émis leur propre cryptomonnaie et accepté pour ce faire au moins quatre millions de francs, de la part de plusieurs centaines de contributeurs. La FINMA a constaté qu'il s'agissait d'une activité bancaire passive, gravement illégale lorsqu'elle est exercée sans autorisation. En conséquence, la liquidation desdites sociétés a été prononcée³²²⁰. Par la suite, en février 2018, la FINMA a publié un guide pratique dans lequel elle présente « des informations sur le traitement des questions d'assujettissement concernant les ICO »³²²¹.

1612

A. Droit bancaire

Lorsque la société initiatrice souhaite se financer par fonds étranger et par le biais d'une ICO, elle émettra des jetons auxquels elle rattachera un droit au paiement d'un intérêt et au remboursement du montant prêté. Grâce à la *blockchain*, elle pourra verser les intérêts et rembourser le prêt directement sur le *wallet* où sont détenus les jetons : on nomme cela des *debt tokens*, qui sont eux qualifiés de jetons d'investissement³²²². Ce faisant, elle sera soumise au droit bancaire (à moins qu'il ne s'agisse d'un emprunt obligataire, art. 5 al. 3 lit. b OB). Le régime applicable est en définitive identique à celui du *crowdfunding*. En ce qui concerne les spécificités du financement par ICO, précisons néanmoins ce qui suit.

1613

Tout d'abord, il est admis que l'acceptation de monnaies virtuelles peut constituer un dépôt au sens du droit bancaire, lorsque le déposant ne peut plus disposer de ses fonds sans le concours du dépositaire, et que le dépositaire a une obligation de remboursement³²²³. En outre, de par le fait qu'il y a pas de

1614

³²²⁰ Communiqué presse FINMA 2017, p. 1s. Cerise sur le gâteau, les sociétés susmentionnées étaient toutes surendettées. En outre, la pseudo-monnaie créée n'était pas sauvegardée de manière décentralisée et n'était pas couverte à hauteur de 80% par des valeurs matérielles, contrairement à ce qui avait été promis aux contributeurs. Il s'agissait donc d'une vaste escroquerie.

³²²¹ Guide pratique FINMA 2018, p. 1.

³²²² Guide pratique FINMA 2018, p. 3s.

³²²³ Rapport blockchain 2018, p. 90 et la référence citée.

plateforme intermédiaire dans le cadre des ICO, le délai de 60 jours instauré par le nouveau droit des services financiers (art. 6 OB) n'est pas applicable (la disposition précitée s'applique uniquement dans le cas où les fonds transitent vers d'autres intervenants)³²²⁴. En ce qui concerne la *sandbox* et sa limite maximale de CHF 1 mio, elle était auparavant considérée comme mal adaptée aux ICO, qui levaient des dizaines ou centaines de millions à tour de bras. Cette affirmation est à nuancer, au vu de la tendance baissière actuelle. En effet, les ICO n'ont plus le vent en poupe : des montants plus raisonnables, avoisinant le million, devraient en conséquence être de plus en plus couramment levés. La *sandbox* pourrait en conséquence se révéler fort adaptée pour les sociétés émettant des jetons donnant droit au remboursement et au paiement d'intérêts. Enfin, comme mentionné précédemment, il existe toujours la licence *fintech* (art. 1b LB) pour les sociétés levant moins de CHF 100 mio (*cf.* N 1467). Au surplus, le cadre légal de ce type d'ICO correspond en tous points à celui applicable aux campagnes de *crowdfunding* (*cf.* N 1465 ss).

1615 En pratique, relevons que, dans le cadre d'une ICO, une société bien avisée n'octroiera pour ainsi jamais de droit au remboursement si bien qu'il est rare que la levée de fonds soit qualifiée de dépôts du public, et si elle en octroie un, elle le fera en s'assurant de bénéficier des exceptions abordées ci-dessous. En effet, l'émission de jetons de paiement ou d'utilité n'est pas qualifiée d'activité bancaire³²²⁵. La question se posera uniquement à propos des jetons d'investissement : il s'agira de déterminer si de tels jetons donnent droit ou non au remboursement de l'investissement et/ou au paiement d'intérêts. Pour éviter cette activité bancaire, entraînant des obligations coûteuses et paralysantes³²²⁶, la quasi-totalité des ICO renoncent simplement à octroyer un droit au remboursement aux contributeurs. Elles parviennent en outre à profiter des diverses exceptions que l'OB fournit³²²⁷, en particulier l'art. 5 al. 3 lit. c pour les soldes en comptes clients, et l'art. 5 al. 3 lit. e, qui précise que les « fonds de faible montant affectés à un moyen de paiement ou à un système de paiement » ne sont pas considérés comme des dépôts, pour autant qu'ils « servent uniquement à l'acquisition future de biens ou de services et ne produisent pas d'intérêt ».

1616 Enfin, selon nous, l'activité bancaire doit être retenue dans la situation où la société s'engage à racheter les jetons circulant sur le marché, à intervalle régu-

³²²⁴ Rapport blockchain 2018, p. 92 ; DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 883 ; HESS/SPIELMANN, p. 181 ; MAUCHLE, *FinTech*, p. 818.

³²²⁵ Guide pratique FINMA 2018, p. 6 ; DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 883 ; MÜLLER/MIGNON, p. 490.

³²²⁶ Rapport explicatif transparence 2018, p. 2 ; MÜLLER ET AL., *FinTech*, p. 2.

³²²⁷ MOLO/DRZALIC, p. 51.

lier et au prix du marché. Ce procédé est relativement courant en pratique et ne fait pas encore l'objet d'un quelconque intérêt doctrinal³²²⁸. Dans de tels cas, les fonds apportés se qualifient de dépôts au sens du droit bancaire, en tant qu'il s'agit d'« engagements ayant un caractère de capital étranger »³²²⁹.

B. Négocier de valeurs mobilières

La LIMF fixe les règles de comportement des participants à la négociation de valeurs mobilières (art. 1 al. 1 LIMF) ; elle vise à assurer le bon fonctionnement, la transparence et la stabilité des marchés et du système financier, tout en protégeant les participants et en garantissant l'égalité de traitement des investisseurs (art. 1 al. 2 LIMF). C'est la FINMA qui met en place des mécanismes visant à assurer un négoce équitable et fiable, ainsi qu'une bonne information des acteurs du marché³²³⁰. Elle joue donc un rôle crucial dans le cadre des ICO, puisque le besoin de protection de l'investisseur est accru, en raison de la nouveauté d'un tel procédé.

1617

Selon la FINMA, lorsque les jetons émis doivent être considérés comme des valeurs mobilières (« *securities* », « *Effekten* ») au sens de la LIMF (art. 2 lit. b LIMF), une autorisation en tant que négociant en valeur mobilières devrait être demandée, non pas pour la société initiatrice, mais pour les plateformes actives sur le marché secondaire (art. 2 lit. d LBVM)³²³¹. En outre, le fait que les jetons soient considérés comme des valeurs mobilières permettra de punir l'exploitation d'informations d'intérieurs (art. 142 LIMF) et, plus généralement, la manipulation de marchés (art. 143 et 155 LIMF).

1618

Au sens de la LIMF, les valeurs mobilières peuvent être des papiers-valeurs, des droits-valeurs, des titres intermédiaires ou des produits dérivés (art. 2 lit. b LIMF). Cette définition des valeurs mobilières est identique à celle se trouvant à l'époque dans la LBVM, à l'exception de l'ajout des titres intermédiaires³²³². Le Conseil fédéral estimait en effet que le concept de valeurs mobilières figu-

1619

³²²⁸ On pense par exemple à *Binance*, la plateforme d'échange dominante en 2019, qui s'est engagée à utiliser une partie de son bénéfice pour racheter et détruire les jetons émis lors de leur ICO, jusqu'à un certain seuil, cf. *EthereumWorldNews.com*, *Binance Burns \$9.4 Million Worth of BNB on its 6th Quarterly Coin Burn*, 16 janvier 2019 <<https://ethereumworldnews.com/binance-burns-9-4-million-worth-of-bnb-on-its-6th-quarterly-coin-burn/>> (consulté le 27 juin 2019).

³²²⁹ Guide pratique FINMA 2018, p. 6. Voir aussi ESSEBIER/BOURGEOIS, p. 577.

³²³⁰ Guide pratique FINMA 2018, p. 2.

³²³¹ Communication FINMA 2017, p. 3.

³²³² Rapport blockchain 2018, p. 99.

rant dans la LBVM avait « fait ses preuves dans la pratique »³²³³, sans confronter une telle définition aux modèles d'affaires basés sur la *blockchain*³²³⁴.

1620 Pour être considérés comme valeurs mobilières, les jetons devront représenter ou créer un droit de sociétariat ou une créance³²³⁵ (éventuellement tirer leur valeur d'un actif sous-jacent), être standardisés et susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché ou vendus à plus de 20 participants (art. 2 al. 1 OIMF) aux mêmes conditions. A l'aune de cette définition, lorsque des droits sont rattachés à la détention des jetons, il semble bien que les jetons représentent des valeurs mobilières. On peut d'ores et déjà affirmer que les cryptomonnaies pures (comme le *bitcoin*), les *tokens* d'infrastructure (tels que l'*ethereum*) ou les jetons de paiement ne sont pas considérés comme des valeurs mobilières³²³⁶, pour la simple et bonne raison qu'ils n'incorporent aucun droit envers une quelconque entité. Les jetons d'utilité ne sont pas non plus traités de valeurs mobilières, à moins qu'il existe une fonction économique d'investissement (même partielle)³²³⁷. Quant aux jetons d'investissement, s'il est évident qu'ils seront traités comme des valeurs mobilières, encore faut-il savoir à quel type de valeurs mobilières on est confronté, puisque, nous l'avons dit, il peut s'agir de papiers-valeurs, de droits-valeurs, de titres intermédiés ou de produits dérivés.

1621 Nous proposons de nous attarder sur cette qualification, puisque les jetons (et les droits qui y sont attachés) représentent la seule contrepartie que peut espérer recevoir le contributeur d'une ICO.

1. Papiers-valeurs

1622 Il existe trois espèces de papiers-valeurs³²³⁸ : le titre nominatif (art. 974 ss CO), le titre au porteur (art. 978 ss CO) et le titre à ordre (art. 1145 ss CO). On relève que plusieurs titres constituent des papiers-valeurs lorsqu'ils sont émis, comme notamment l'action et le certificat d'action (art. 622, 683 et 981 CO),

³²³³ Message LIMF 2014, p. 7265.

³²³⁴ Rapport blockchain 2018, p. 99.

³²³⁵ CR CO II-BOHNET/HÄNNI, art. 973c N 5. Pour un aperçu de la pratique américaine et européenne, cf. HARI/DUPASQUIER, p. 439 ss.

³²³⁶ Guide pratique FINMA 2018, p. 3 ; EGGEN, *Token*, p. 561 ss ; ESSEBIER/BOURGEOIS, pp. 571 et 574 ; HARI/DUPASQUIER, p. 441 ; HESS/SPIELMANN, p. 184s. ; MÜLLER/MIGNON, p. 491. La FINMA précise bien sûr qu'elle adapterait sa pratique si le législateur décidait de qualifier les cryptomonnaies pures et les jetons de paiement comme des valeurs mobilières, cf. Guide pratique FINMA 2018, p. 3.

³²³⁷ Guide pratique FINMA 2018, p. 4s. ; HARI/DUPASQUIER, p. 440.

³²³⁸ CR CO II-BOHNET, art. 965 N 9 ss.

le bon de participation (art. 656a-g CO), le bon de jouissance (art. 657 CO), la part de placement collectif (art. 11 LPCC et 108 al. 2 OPCC).

L'art. 965 CO définit les papiers-valeurs (« *Wertpapier* ») comme étant des « titres auxquels un droit est incorporé d'une manière qu'il soit impossible de le faire valoir ou de le transférer indépendamment du titre ». Autrement dit, il est impératif de se trouver en possession du titre pour faire valoir le droit attaché, ou le transférer. Le support doit en principe être physique ; il pourrait certes s'agir d'un support électronique, comme un disque, une disquette ou un microfilm³²³⁹ mais ce dernier doit obligatoirement pouvoir être transféré physiquement³²⁴⁰. Comme le relèvent plusieurs auteurs, les jetons ne pourraient alors pas être des papiers-valeurs, car ils n'existent pas physiquement³²⁴¹.

1623

On s'aperçoit donc qu'effectivement, pour exister en tant que papier-valeur au sens de la loi, et remplir les fonctions qui y sont liées, un jeton doit posséder un support physique, qu'il soit matériel ou électronique. En vertu de la dématérialisation des jetons, il est argué que la qualification de papiers-valeurs doit être rejetée³²⁴². Nous rejetons cette conception : il est admis que le titre est un moyen technique externe jouant le rôle d'« agent d'information »³²⁴³. Le registre électronique distribué et décentralisé peut, à notre sens, être considéré comme le moyen technique externe permettant de constater la détention de chaque jeton³²⁴⁴ : en effet, le registre est techniquement apte à recevoir et manifester l'information que certains droits (incorporés dans le jeton papier-valeur) sont détenus par certaines personnes ou ont été transférés à d'autres. Nous revenons sur ces affirmations ci-après (cf. N 1649).

1624

2. Droits-valeurs

Lorsque le papier-valeur est dématérialisé, cela permet de « libérer le droit 'incorporé' des contraintes imposées par son support matériel, tout en le maintenant dans son cadre juridique traditionnel »³²⁴⁵. On renonce ainsi parfois au support papier, en le remplaçant par des certificats représentant un grand nombre de titres (dépôt global). Il ne s'agit alors plus de papiers-valeurs mais

1625

³²³⁹ EGGEN, *Token*, p. 563 et les références citées.

³²⁴⁰ VON DER CRONE ET AL., p. 341.

³²⁴¹ Rapport blockchain 2018, p. 58 ; DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 881s. ; MIGNON, *Bitcoin*, § 103 ; ESSEBIER/BOURGEOIS, p. 571.

³²⁴² Du même avis, Rapport blockchain 2018, p. 60 ss ; VON DER CRONE ET AL., p. 341.

³²⁴³ BOHNET, *Papiers-valeurs*, p. 99.

³²⁴⁴ *Ibid.*

³²⁴⁵ CR CO II-BOHNET, art. 965 N 28.

de droits-valeurs³²⁴⁶. Lorsque des papiers-valeurs sont placés auprès d'un dépositaire, et inscrits au crédit d'un ou de plusieurs comptes de titres, alors des titres intermédiés sont créés, au sens de l'art. 6 al. 1 lit. c LTI.

- 1626 Contrairement à DARBELLAY/REYMOND, qui déclarent qu'aucun droit ne peut être attaché au jeton, nous sommes de l'avis qu'un jeton devrait toutefois pouvoir être considéré comme un droit-valeur (« *Wertrecht* »)³²⁴⁷, selon la contrepartie obtenue par le contributeur. A l'instar du papier-valeur, le droit-valeur peut porter sur une créance ou un droit de sociétariat (art. 973c CO et art. 6 al. 1 lit. c LTI)³²⁴⁸. Cette définition exclut donc les jetons de paiement et les cryptomonnaies pures, qui ne procurent, rappelons-le, aucun droit au détenteur³²⁴⁹. Cette position est partagée par la FINMA³²⁵⁰ et le Conseil fédéral³²⁵¹.
- 1627 Commençons tout d'abord par définir le droit-valeur : il s'agit d'un droit ayant la même fonction que les papiers-valeurs (art. 973c al. 1 CO) mais n'ayant pas d'existence physique. En d'autres termes, il s'agit d'un papier-valeur dématérialisé. Néanmoins, vu que le droit-valeur n'a pas d'existence physique, il est obligatoirement nominatif. L'identité de l'ayant droit initial ainsi que le nombre et la valeur nominale des droits-valeurs existants sont consignés dans le registre des droits-valeurs par le débiteur ; ce registre n'est pas public (art. 973c al. 2 CO) et peut être tenu de manière électronique³²⁵². Le droit-valeur est créé par l'inscription dans le registre, et n'existe que dans la mesure de cette inscription (art. 973c al. 3 CO). Les jetons pourraient ensuite être cédés, moyennant déclaration écrite (art 165 al. 1 CO *cum* art. 973c al. 4 CO). La signature manuscrite peut être valablement remplacée par une signature électronique qualifiée (art. 14 al. 2bis CO). Seul le « premier preneur » est consigné dans le registre ; les acquéreurs subséquents n'ont pas besoin d'annoncer le transfert à la société, qui se trouve donc dans l'impossibilité de tenir le registre à jour³²⁵³. En effet, la loi n'exige pas la mise à jour du re-

³²⁴⁶ CR CO II-BOHNET, art. 965 N 33 ; VON DER CRONE ET AL., p. 342.

³²⁴⁷ DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 882, s'appuient sur la contribution de MIGNON pour écarter la qualification d'un jeton en tant que droit-valeurs. Toutefois, MIGNON constate qu'une telle classification est impossible uniquement en ce qui concerne le *bitcoin*. C'est avec raison qu'il opère un tel raisonnement, puisque le *bitcoin* est, rappelons-le, une cryptomonnaie pure, ne donnant droit à aucune contrepartie. Les jetons digitaux, quant à eux, offrent fréquemment des contreparties à leurs détenteurs, si bien que la qualification de droits-valeurs doit absolument être envisagée.

³²⁴⁸ CR CO II-BOHNET/HÄNNI, art. 973c N 5.

³²⁴⁹ HARI/DUPASQUIER, p. 439 ss.

³²⁵⁰ Guide pratique FINMA 2018, p. 3.

³²⁵¹ Rapport blockchain 2018, p. 60.

³²⁵² VON DER CRONE ET AL., p. 342 et les références citées.

³²⁵³ CR CO II-BOHNET/HÄNNI, art. 973c N 17.

gistre³²⁵⁴ ; pour justifier de la titularité des droits-valeurs, il faut ainsi établir une chaîne ininterrompue de cessions remontant jusqu'à la fondation de la société³²⁵⁵.

En retenant une telle qualification, en recevant un jeton, le contributeur obtiendrait un droit-valeur ; ce droit-valeur et l'identité du contributeur seraient inscrits par la société dans le registre des droits-valeurs (art. 973c al. 2 CO). La FINMA semble considérer une telle situation comme viable ; elle va même jusqu'à préciser que le journal des droits-valeurs de la société « peut être géré sous forme numérique sur une *blockchain* »³²⁵⁶. Le Conseil fédéral confirme, en déclarant que « la *blockchain* remplit la fonction de registre des droits-valeurs »³²⁵⁷. En théorie et selon la pratique actuelle, un jeton semble constituer un droit-valeur.

1628

Selon nous, cette approche, cautionnée par le Gouvernement, la FINMA et une partie de la doctrine³²⁵⁸ n'est techniquement pas réaliste. Le problème principal d'un jeton droit-valeur est en rapport avec sa transmissibilité : l'obligation de déclaration de cession écrite n'est absolument pas adaptée au monde digital³²⁵⁹. L'existence de la signature électronique qualifiée (art. 14 al. 2bis CO) ne change pas la donne, puisqu'il n'est pas encore possible de l'effectuer par le biais de la *blockchain*³²⁶⁰. Quant au problème de la chaîne de cession ininterrompue, la question ne se pose plus puisque la *blockchain* (et la transparence du registre décentralisé) permet précisément de tracer chaque jeton jusqu'à son émission.

1629

Au vu de ce qui précède, il semble que la pratique de la FINMA, qui traite les jetons d'usage et d'investissement comme des droits-valeurs au sens de l'art. 973c CO, ne soit pas totalement défendable³²⁶¹. Force est toutefois de

1630

³²⁵⁴ Rapport blockchain 2018, p. 61.

³²⁵⁵ TF 4A_314/2016 du 17 novembre 2016, consid. 3.2.

³²⁵⁶ Guide pratique FINMA 2018, p. 3. Du même avis, VON DER CRONE ET AL., p. 342s. Plus nuancé, EGGEN, *Token*, p. 564.

³²⁵⁷ Rapport blockchain 2018, p. 61. C'est nous qui mettons en italique.

³²⁵⁸ Cf. VON DER CRONE ET AL., p. 343 et les références citées.

³²⁵⁹ Du même avis, Rapport blockchain 2018, p. 63 ; VON DER CRONE ET AL., p. 343 ; EGGEN, *Token*, p. 564.

³²⁶⁰ Voir toutefois la ZHAW qui met au point un modèle de signature électronique juridiquement valable et basé sur la *blockchain*, cf. Bilan.ch, *Une HES et Swisscom développent un modèle de signature électronique*, 29 janvier 2019 <<https://www.bilan.ch/economie/une-hes-et-swisscom-developpent-un-modele-de-signature-electronique>> (consulté le 27 juin 2019).

³²⁶¹ Ces doutes sont apparemment partagés par les praticiens : FAVRE ET AL., p. 4 ; VON DER CRONE ET AL., p. 342s. Voir aussi la position du Conseil fédéral, qui constate que la jurisprudence n'apporte pas encore de réponse définitive et qu'il n'existe pas encore de consensus doctrinal, cf. Rapport blockchain 2018, p. 64.

constater que le régime actuel des valeurs mobilières à la technologie de la *blockchain*. En outre, même si le bien-fondé d'une telle qualification est présentement remis en question, il convient de garder à l'esprit qu'il s'agit de la pratique applicable en vigueur à l'heure actuelle, ce qui doit être pris en compte lorsque vient le temps d'émettre des jetons d'utilité ou d'investissement. Il ne fait aucun doute qu'un tel régime est voué à évoluer et à s'adapter au nouveau paradigme que la *blockchain* a instauré³²⁶².

3. Titres intermédiés

1631 Le titre intermédié (« *Bucheffekt* ») est une créance ou un droit social, fongible à l'encontre d'un émetteur, inscrit au crédit d'un compte de titres dont le titulaire peut disposer (art. 3 al. 1 LTI). Les titres intermédiés sont créés lorsqu'un dépositaire reçoit des papiers-valeurs ou des droits-valeurs et qu'il les inscrit au crédit d'un ou plusieurs comptes de titres (art. 6 al. 1 LTI). Un titre intermédié est obligatoirement conservé par un dépositaire, qui doit tenir des comptes de titres au nom de personnes ou de communautés (art. 4 LTI).

1632 Un titre intermédié pourrait être représenté par un jeton, mais le fait que ce sont uniquement les dépositaires au sens de la LTI qui peuvent tenir les comptes (art. 4 LTI) va à l'encontre de la notion de registre décentralisé : le régime juridique des titres intermédiés n'est pas adapté pour accueillir des inscriptions de manière décentralisée et se passant de tout dépositaire central³²⁶³. Comme le formule parfaitement le Conseil fédéral, « l'exigence d'un dépositaire centralisé pourrait ne pas être si simple à réaliser dans le cas de la *blockchain*, qui est un registre décentralisé »³²⁶⁴.

4. Produits dérivés

1633 Les produits dérivés sont des contrats financiers dont la valeur fluctue en fonction d'un ou de plusieurs actifs sous-jacents et qui ne sont pas des opérations de caisse (art. 2 lit. c LIMF et art. 2 al. 4 OIMF). Il peut s'agir notamment de contrats dont le prix découle d'actifs comme les actions, les obligations, les matières premières et les métaux précieux ; ou de valeurs de référence comme les cours des monnaies, les taux d'intérêt ou les indices (art. 2 al. 2 lit. a et b OIMF).

³²⁶² Rapport blockchain 2018, p. 60 ss.

³²⁶³ DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 882. Du même avis, EGGEN, *Token*, p. 564s.

³²⁶⁴ Rapport blockchain 2018, p. 61s. C'est nous qui mettons en italique.

Il est envisageable que les jetons émis par la société prennent la forme de produits dérivés³²⁶⁵. Cela sera le cas pour les jetons qui « incorporent un droit sur un ou plusieurs sous-jacents dont ils tirent leur valeur [...] et que ce droit ne repose sur aucune autre relation contractuelle »³²⁶⁶. Autrement dit, il faut que « la valeur de la créance intermédiée dépend[e] d'une valeur patrimoniale sous-jacente (valeur de base) »³²⁶⁷.

1634

5. Nouveau droit des services financiers

Le nouveau droit des services financiers pourrait apporter des réponses, en tant qu'il instaure la notion d'« instruments financiers ». Selon cette législation, les jetons seront qualifiés d'instruments financiers (art. 3 lit. b LSFIn), lorsqu'il s'agit de 1) titres de participation (on parle ici des valeurs mobilières sous forme d'actions, y compris les valeurs mobilières assimilables à des actions qui confèrent des droits de participation ou de vote, tels que les bons de participation ou les bons de jouissance, ou les valeurs mobilières qui permettent, lors de la conversion ou de l'exercice du droit titrisé sous-jacent, d'acquérir des titres de participation) ; 2) de titres de créances, 3) de parts de placements collectifs de capitaux, 4) de produits structurés, 5) de dérivés, 6) d'assurances-vie susceptibles de rachat, 7) de dépôts dont la valeur de rachat ou le taux d'intérêt dépend d'un risque ou d'un cours, 8) d'obligations. La notion de valeurs mobilières au sens de cette disposition est en vérité similaire à celle posée actuellement par l'art. 2 lit. b LIMF³²⁶⁸ ; le raisonnement applicable en vertu de la LIMF, développé ci-dessus, pourra être repris par analogie, selon toute vraisemblance. Ainsi, les cryptomonnaies pures resteront hors de la définition des instruments financiers³²⁶⁹ ; cela est d'ailleurs confirmé par le Conseil fédéral, lorsqu'il déclare que « les jetons de paiement ne sont ni des valeurs mobilières, ni en principe des instruments financiers au sens de la LSFIn »³²⁷⁰.

1635

En ce qui concerne les jetons devant être considérés comme des valeurs mobilières au sens de la LSFIn (art. 3 lit. b LSFIn), émis durant une ICO, alors la société émettrice sera considérée comme un émetteur (art. 3 lit. i LSFIn), ce qui signifie qu'elle sera soumise aux obligations en matière de prospectus

1636

³²⁶⁵ Communication FINMA 2017, p. 3 ; EGGEN, *Token*, p. 565.

³²⁶⁶ MÜLLER/MIGNON, p. 491.

³²⁶⁷ Guide pratique FINMA 2018, p. 4. Voir aussi Rapport blockchain 2018, p. 99s.

³²⁶⁸ Qui reprenait lui le concept de valeurs mobilières de la LBVM, cf. Rapport blockchain 2018, p. 99.

³²⁶⁹ Du même avis, HARI/DUPASQUIER, p. 440 ; HESS/SPIELMANN, p. 185.

³²⁷⁰ Rapport blockchain 2018, p. 124.

(art. 35 ss LSFIn). Ce sera le cas d'une ICO, lorsque l'on considère que des valeurs mobilières sont offertes au public sous la forme de titres de participation (y compris les valeurs mobilières assimilables à des actions qui confèrent des droits de participation ou de vote) ou de titres de créances (art. 3 lit. a ch. 1 et 2 LSFIn). Le régime d'exception de l'art. 36 LSFIn continue toutefois de s'appliquer, comme dans le cadre du *crowdfunding*, auquel nous renvoyons pour le surplus (*cf.* N 1498). Enfin, si la qualification de valeurs mobilières est retenue, alors d'autres dispositions légales continueront de s'appliquer à l'ICO, notamment le droit bancaire, mais aussi la LPCC et la LIMF³²⁷¹. En cas de doute sur la qualification qui devrait être retenue, une consultation préalable de la FINMA est recommandée³²⁷².

6. Synthèse

1637 Après avoir étudié les divers types de valeurs mobilières, on peut tirer les conclusions suivantes : tout d'abord, les cryptomonnaies pures, comme les *natives tokens*, les jetons de paiement, ainsi que les jetons d'infrastructure, ne sont pas considérés comme des valeurs mobilières³²⁷³. Les jetons d'investissement, en revanche sont considérés comme des valeurs mobilières, en tant qu'ils représentent des papiers-valeurs/droits-valeurs (plus rarement des produits dérivés) standardisés et susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché³²⁷⁴ ; cela découle du fait qu'ils ne peuvent actuellement pas être qualifiés de papiers-valeurs ou de titres intermédiés. En ce qui concerne les jetons d'utilité, la FINMA déclare qu'ils ne doivent pas être considérés comme des valeurs mobilières, pour autant que « l'accent [soit] mis sur l'exécution réelle de l'engagement à fournir un accès à l'usage ou au service numérique »³²⁷⁵. Dès le moment où la « fonction économique d'investissement » du jeton est présente, même partiellement, alors il s'agit d'une valeur mobilière aux yeux de la FINMA³²⁷⁶.

³²⁷¹ HESS ET AL., p. 1.

³²⁷² HESS ET AL., p. 2.

³²⁷³ Confirmé par la doctrine et la FINMA : Guide pratique FINMA 2018, p. 3 ; EGGEN, *Token*, p. 561 ss ; ESSEBIER/BOURGEOIS, pp. 571 et 574 ; HARI/DUPASQUIER, p. 441 ; HESS/SPIELMANN, p. 184s. ; MÜLLER/MIGNON, p. 491.

³²⁷⁴ Guide pratique FINMA 2018, p. 4 ; HESS/SPIELMANN, p. 186s.

³²⁷⁵ Guide pratique FINMA 2018, p. 3.

³²⁷⁶ Guide pratique FINMA 2018, p. 3. Du même avis, HARI/DUPASQUIER, p. 440s. qui déclarent que les jetons d'utilité se trouvent « dans une zone grise ».

a. Conséquences

(i) *Valeurs mobilières*

Un jeton ne donnant, selon le *white paper*, aucun droit patrimonial, mais uniquement une possibilité, une perspective hypothétique, un bonus au bon vouloir de la société, doit-il être considéré comme une valeur mobilière ? La réponse doit être positive. Y répondre par la négative signifierait qu'une société pourrait se financer par l'émission des jetons procurant uniquement une possibilité de recevoir une gratification, lorsque la société daigne faire un tel geste. La valeur des jetons sur les plateformes d'échange reposerait alors uniquement sur la bonne volonté de la société, qui pourrait faire fluctuer cette valeur par le biais de simples annonces ou promesses de versements. Pour espérer profiter des pseudo-dividendes, les marchés s'arracheraient ces jetons, dont la valeur augmenterait ou baisserait, en fonction du sentiment dominant. La société et/ou son *management* pourrait, par ce biais et de manière extrêmement simple, profiter d'une telle manipulation de prix.

1638

Pour ces raisons, nous considérons que dès le moment où un jeton procure à son possesseur la possibilité (que cette dernière soit présente ou future, certaine ou incertaine) de recevoir un revenu ou une gratification de la part de la société émettrice, alors cela doit être considéré comme un jeton d'investissement et non un jeton de paiement ou d'utilité. La FINMA ne s'est pas encore penchée sur la question, mais on peut toutefois déduire sa position, lorsqu'elle affirme qu'un jeton d'utilité doit être considéré comme un jeton d'investissement dès le moment où il existe une fonction économique d'investissement, même partielle³²⁷⁷. Nous allons même jusqu'à dire tout jeton d'utilité ou d'investissement (et non les jetons de paiement ou cryptomonnaies pures) possède une fonction économique d'investissement, dès le moment où il possède une valeur basée sur l'offre et la demande, et qu'il peut être échangé sur des plateformes (marché secondaire). Il est, dans de tels cas et à notre sens, incontestable que la fonction économique d'investissement existe. Avec une telle qualification, il devient possible de réprimer la manipulation des marchés et l'exploitation d'informations d'initiés (*cf.* N 1618).

1639

³²⁷⁷ Guide pratique FINMA 2018, p. 5.

(ii) *Société*

- 1640 Concrètement, lorsqu'une société lance une ICO et qu'il est vraisemblable que les jetons émis devront être considérés comme des valeurs mobilières au sens de la LIMF (et dans le futur selon la LSFIn), cela ne signifie pas encore que ladite société doit être assujettie à la surveillance de la FINMA. Il est absolument possible, tant sous l'angle de la LIMF que de la LBVM, de créer des droits-valeurs, d'émettre des actions ou des emprunts obligataires³²⁷⁸ et de les offrir au public sans obtenir une autorisation de la FINMA³²⁷⁹.
- 1641 En pratique, la qualification de valeurs mobilières est évitée dans la majorité des cas, pour deux raisons. Tout d'abord, pour éviter d'octroyer des droits patrimoniaux ou sociaux (potentiellement dilutifs) aux contributeurs. Ces derniers sont, au demeurant, encore peu regardants : on constate qu'ils se sont contentés jusqu'à présent du seul droit de détenir le jeton et de pouvoir le transférer, et éventuellement de certains droits d'utilisation du produit ou service. C'est donc principalement des jetons de paiement et des jetons d'utilité qui seront émis, ce qui signifie que les ICO devront être considérées comme des campagnes de *crowddonating* ou *crowdsupporting*, avec les (maigres) implications légales que cela implique (*cf.* N 1444 ss). En outre, la qualification de valeurs mobilières aurait un effet négatif sur la liquidité des jetons : en effet, les sociétés lançant une ICO souhaitent que leurs jetons soient échangés sur le plus grand nombre de plateformes d'échange possibles, pour améliorer la renommée et faire monter le prix du jeton : il ressort de la pratique que, pour les contributeurs, le fait pour un jeton d'être listé sur de nombreuses plateformes est souvent un gage de qualité. Un jeton qualifié de valeur mobilière conduira en général à son retrait d'une majorité des plateformes d'échange et à une illiquidité significative. Le volume d'échange chutera, et le prix suivra.

(iii) *Plateformes d'échange*

- 1642 C'est en réalité principalement pour les plateformes d'échange, actives sur le marché secondaire, que la question se posera. Si les jetons rentrent dans le champ d'application du droit de la surveillance et sont considérés comme des valeurs mobilières, alors une plateforme d'échange suisse devra demander une autorisation à la FINMA³²⁸⁰, en tant qu'elle sera considérée comme un négo-

³²⁷⁸ Mais pas des dérivés : si la société émet des dérivés, elle est alors considérée comme « fournisseur de dérivés » au sens de l'art. 3 al. 3 OBVM.

³²⁷⁹ Guide pratique FINMA 2018, p. 4s ; ESSEBIER/BOURGEOIS, p. 572 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 565s.

³²⁸⁰ Guide pratique FINMA 2018, p. 4 ; HESS/SPIELMANN, p. 185.

çant en valeurs mobilières (art. 2s. OBVM), soumis à la surveillance de la FINMA, conformément à l'art. 10 al. 1 LBVM. C'est pour cela que les plateformes d'échange refuseront de lister des jetons pouvant être qualifiés de valeurs mobilières (ou de « *securities* » en Amérique du nord)³²⁸¹, véritables moutons noirs sur le marché secondaire. Cette surveillance du marché secondaire ne relève toutefois pas de la présente thèse, si bien que nous renvoyons à la doctrine pertinente pour le surplus³²⁸². Mentionnons simplement que, lorsqu'une plateforme d'échange suisse ne respecte pas le droit de la surveillance, la FINMA intervient : si besoin, elle ouvre une procédure d'*enforcement*, qui peut mener à la liquidation de la société en cas de violation grave³²⁸³. Rappelons que la FINMA n'est pas compétente en ce qui concerne les aspects de droit des sociétés, de droit fiscal ou de droit contractuel³²⁸⁴.

Enfin, on peut encore ajouter qu'un nouveau type de plateformes d'échange se profile petit à petit, à savoir les plateformes d'échange décentralisées (« *DEX* », « *decentralized exchange platforms* »)³²⁸⁵. En raison de leur décentralisation, ces plateformes n'ont pas d'autorité centrale ; les échanges se font de manière strictement *peer-to-peer*. Pour les autorités de surveillance, cela pourrait se révéler être un véritable casse-tête, puisqu'il n'existe aucune société privée à qui imposer des obligations de KYC/AML. En outre, les échanges sont effectués de manière anonyme sur la *blockchain*.

1643

b. Papiers-valeurs électroniques ?

Dès le moment où un jeton doit être considéré comme une valeur mobilière au sens du droit des marchés financiers, alors l'échange de telles valeurs sur des plateformes d'échange devrait être soumis aux règles en vigueur pour les marchés financiers³²⁸⁶. La pratique actuelle confirme cette analyse ; il n'en reste pas moins qu'actuellement, une large majorité des jetons existants sont appréhendés par la LIMF de manière boiteuse, en tant qu'ils ne rentrent véritable-

1644

³²⁸¹ ESSEBIER/BOURGEOIS, p. 572.

³²⁸² Voir à ce sujet ESSEBIER/BOURGEOIS, pp. 577-579.

³²⁸³ Pour plus de détails quant à l'*enforcement*, cf. ZULAUF ET AL., p. 1 ss.

³²⁸⁴ Communication FINMA 2017, p. 3.

³²⁸⁵ La doctrine et les autorités de surveillance des marchés financiers n'ont pas encore pu se pencher sur le problème. La SEC américaine a toutefois amendé le fondateur d'*EtherDelta*, l'un des premiers DEX, cf. SEC, *Press release*, 8 novembre 2018 <<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-258>> (consulté le 27 juin 2019).

³²⁸⁶ Ce qui exclut donc les cryptomonnaies dites « pures », c'est-à-dire les jetons de paiement, d'infrastructure et autres *native tokens*.

ment dans aucune catégorie de valeurs mobilières existante³²⁸⁷. La FINMA a certes clarifié sa pratique début 2018, mais la situation reste floue. Fin 2018, c'est au tour du Conseil fédéral d'aborder le sujet dans son rapport sur la *blockchain*, sans amener d'éléments de réponses déterminants³²⁸⁸ : la question de savoir si les jetons peuvent être qualifiés de papiers-valeurs ou de droits-valeurs reste donc ouverte. Relevons toutefois ce qui suit.

1645 Lorsqu'un jeton donne certains droits à son détenteur, qu'il s'agisse d'un jeton d'investissement ou d'utilité, alors on constate les choses suivantes : 1) le jeton n'est pas (et ne peut être) nominatif. Il s'agit uniquement d'une unité cryptographique immuable, stockée sur une adresse publique. L'identité de son détenteur n'est pas inscrite sur le jeton et ne peut être déduite de l'adresse par laquelle il est détenu. 2) L'unicité du jeton et le transfert des droits y attachés peuvent être constatés par tout un chacun, par le biais du registre. 3) Le jeton est facilement transmissible et/ou peut être aisément détruit par son détenteur. Un droit de rétention peut en outre facilement être exercé. 4) Une fois que les jetons commencent à circuler, il devient impossible pour la société de savoir qui sont les nouveaux détenteurs. 5) Le jeton incorpore des droits à l'égard de la société. 6) La détention des jetons est constatée sur un registre décentralisé et public.

1646 Ces considérations sont largement problématiques eu égard aux droits-valeurs, qui sont obligatoirement nominatifs³²⁸⁹, n'ont aucun élément d'incorporation en vertu de leur dématérialisation entière³²⁹⁰, doivent être cédés par écrits (art. 973c al. 4 CO), ne peuvent faire l'objet d'un droit de rétention³²⁹¹ et sont inscrits dans un registre privé et centralisé, qui n'est pas public (art. 973c al. 2 CO *in fine*). Pour ces raisons, la qualification en droits-valeurs doit, en conséquence, être rejetée.

(i) *Droits-valeurs d'un registre distribué*

1647 En mars 2019, le Conseil fédéral a élaboré un avant-projet de « Loi fédérale sur l'adaptation du droit fédéral aux développements de la technologie des registres électroniques distribués », qu'il a soumis à consultation. Son but était d'améliorer la sécurité juridique et de supprimer les obstacles entravant les applications fondées sur la technologie *blockchain*. Dans le cadre de cet avant-

³²⁸⁷ Du même avis, DARBELLAY/REYMOND, *ICO*, p. 49.

³²⁸⁸ Rapport blockchain 2018, p. 60.

³²⁸⁹ CR CO II-BOHNET/HÄNNI, art. 973c N 6

³²⁹⁰ Message LTI 2006, p. 8892.

³²⁹¹ Message LTI 2006, p. 8865.

projet, il propose de modifier les règles applicables aux droits-valeurs, en créant une nouvelle catégorie de droits-valeurs, à savoir les « droits-valeurs d'un registre distribué » (art. 973d AP-CO)³²⁹². On aboutirait alors à des droits-valeurs à proprement parler incorporés, ce qui irait, à notre sens, à l'encontre de la « dématérialisation complète » des droits-valeurs, voulue initialement par le législateur en 2008³²⁹³. En outre, ces droits-valeurs d'un registre distribué permettront la légitimation par la simple détention : les effets juridiques déployés par un droit-valeur d'un registre distribué seront ainsi ceux d'un papier-valeur public³²⁹⁴.

A notre sens, cette solution n'est pas acceptable et doit être rejetée : les modifications que propose le Conseil fédéral ne font que peu de sens et compliquent inutilement le droit des titres et droits-valeurs. Il conviendrait plutôt d'accepter, comme nous le défendons, que des droits peuvent déjà être incorporés dans des jetons, en acceptant que ces derniers puissent être considérés comme titres. Le résultat serait alors identique, sans que ne doive être créée une « nouvelle catégorie de droits-valeurs d'un registre distribué [existant] à l'avenir aux côtés des papiers-valeurs traditionnels et des titres intermédiaires »³²⁹⁵.

1648

(ii) *Notion de papiers-valeurs*

À notre avis, aucune adaptation du droit en vigueur ne doit être entreprise, les jetons d'utilité et d'investissement devant d'ores et déjà être considérés comme des papiers-valeurs au porteur (art. 978 CO), bénéficiant d'un support électronique, à savoir le registre distribué. Nonobstant leur existence numérique, ils existent sur un registre électronique distribué au travers d'une multitude de serveurs et d'ordinateurs, sont uniques et peuvent être transmis en quelques secondes et très facilement sur la *blockchain*, sans possibilité de duplication, exactement comme peuvent l'être des papiers-valeurs dans le monde physique.

1649

L'émission de droits incorporés dans des jetons, transférables sur *blockchain* permet d'améliorer leur négociabilité, de manière transparente : le registre permet à tout un chacun de constater chaque transfert de jeton et rend impossible toute duplique. Le Conseil fédéral a d'ailleurs admis que le droit des papiers-valeurs « se concili[ent] particulièrement bien avec la technologie des

1650

³²⁹² Pour une analyse détaillée de cet avant-projet, cf. KRAMER ET AL., § 5 SS.

³²⁹³ Message LTI 2006, p. 8846.

³²⁹⁴ Comme le reconnaît d'ailleurs le Conseil fédéral, cf. Rapport explicatif 2019, p. 13.

³²⁹⁵ Rapport explicatif 2019, p. 15.

registres distribués ». Les jetons incorporant des droits déploient les mêmes effets juridiques que des papiers-valeurs titres au porteur (art. 978 CO) et doivent, à notre sens, être considérés comme tels³²⁹⁶ : le jeton assure des fonctions identiques à celle des papiers-valeurs³²⁹⁷, en ce qu'il incorpore un droit de manière suffisamment étroite pour que son titulaire puisse être seul légitimé (fonction de légitimation³²⁹⁸) et qu'il garantit le transfert sans falsification (fonction de transmission). En outre, l'immutabilité du registre et l'infalsifiabilité du jeton améliore la sécurité des transactions. En d'autres termes, les jetons donnent à leurs détenteurs certains droits, ainsi qu'une légitimation et authentification à l'égard d'un tiers, à l'instar d'un papier-valeur. C'est là la réelle révolution que permet la technologie *blockchain* : alors qu'auparavant, les objets numériques pouvaient être dupliqués à l'infini, il est désormais possible de s'assurer qu'un certain jeton (et les droits qui y sont rattachés) a été transféré et déplacé sans qu'aucune copie n'ait pu être conservée³²⁹⁹ et sans risque de falsification (la fameuse unicité digitale déjà mentionnée). Cela permet de transférer la possession du titre, et donc le droit documenté, conformément aux exigences de l'art. 967 al. 1 CO. Il convient donc d'interpréter la notion de papiers-valeurs (art. 965 CO) de suffisamment large, pour que l'unicité d'un jeton soit reconnue sur le plan digital et numérique, en acceptant que le registre décentralisé constitue un agent d'information suffisant pour qu'il existe un support aux droits incorporés dans des jetons. Le fait de savoir si un jeton est une chose mobilière n'est pas pertinent : si l'on admet que le jeton peut être qualifié de papier-valeur, alors son transfert suit les règles du transfert de choses mobilières³³⁰⁰.

- 1651 En ce qui concerne leur qualité de titre au porteur, elle découle du fait qu'un jeton ne peut, techniquement, pas indiquer l'identité de son détenteur. Le jeton est inscrit au solde d'une adresse publique et le registre décentralisé est anonyme, les participants étant uniquement identifiés par le biais de leur adresse publique. Le jeton n'est donc ni un titre à ordre (art. 1145 CO) ni un titre no-

³²⁹⁶ Voir ATF 50 II 524, dans lequel le TF rappelle que ce sont les effets juridiques du titre qui décident de la qualité de titres au porteur.

³²⁹⁷ La liste qui suit est inspirée des propos de BOHNET/HÄNNI, qui les tiennent à propos des papiers-valeurs parfaits, cf. CR CO II-BOHNET/HÄNNI, art. 978 N 4.

³²⁹⁸ KOGENS/LUCHSINGER GÄHWILER, § 18.

³²⁹⁹ « *The ability to create something that is not duplicable in the digital world has enormous value.* » - Eric SCHMIDT, cité par MAUCHLE, *FinTech*, p. 822.

³³⁰⁰ TF 4A_314/2016 du 17 novembre 2016, consid. 4.1. Voir aussi KOGENS/LUCHSINGER GÄHWILER, p. 12, qui proposent de modifier la teneur des art. 713 CC et 965 CO, pour que les jetons, malgré leur aspect immatériel, soient considérés comme des choses (à savoir des « objets de la propriété mobilière » ; « *Gegenstand* », cf. art. 713 CC). Il s'agit là d'une étape superflue, à notre sens.

minatif (art. 974 CO). Il ne peut donc s'agir que d'un titre au porteur (art. 978 CO).

On relèvera enfin la position, sensiblement similaire, d'EGGEN : « [e]ntscheidend ist [...] *nicht die materielle Beschaffenheit des Erklärungssträgers, sondern seine Eigenschaft, eine Erklärung mit einer gewissen Beständigkeit festzuhalten* »³³⁰¹ ; autrement dit, ce ne serait pas l'aspect matériel du support qui serait déterminant, mais le fait que ledit support permette de constater avec certitude par qui il est détenu et à qui il a été transféré. La technologie de la *blockchain* remplit ces conditions, si bien qu'il serait acceptable, selon cette auteure, de considérer un jeton comme un titre pouvant incorporer un droit, au sens de l'art. 965 CO, c'est-à-dire comme un papier-valeur. Nous rejoignons pleinement ces conclusions.

1652

La problématique principale à une telle qualification se trouve dans l'anonymat relatif et la liberté totale de transfert que permettent les papiers-valeurs au porteur. Nous vivons en effet à une époque où l'anonymat est une composante que les gouvernements tentent d'éradiquer à tout prix. On pense notamment à la volonté du Conseil fédéral de supprimer les actions au porteur³³⁰², et à la nouvelle obligation de l'actionnaire d'annoncer à la société l'ayant-droit économique (art. 697i ss CO). Le Conseil fédéral est d'avis « il serait envisageable de créer [...] une nouvelle définition juridique spécifique pour les valeurs mobilières conçues comme des jetons ». Il précisait tout de même que cela pourrait donner naissance à de « nouvelles formes d'abus, qu'il conviendrait, le cas échéant, de prévenir sur le plan législatif »³³⁰³. Nous sommes d'avis que de tels abus pourront être prévenus de manière efficace par deux biais : tout d'abord, par une définition claire des exigences à remplir pour qu'un registre distribué vaille support au sens du droit des titres. Une proposition correspondante a été effectuée de manière absolument satisfaisante par le législateur, à l'art. 973d al. 2 AP-CO : le contenu, le mode de fonctionnement doit être consigné dans le registre, l'intégrité des données est assurée et les inscriptions peuvent être consultées en tout temps. Par ailleurs, la législation relative aux papiers-valeurs au porteur est déjà satisfaisante : ainsi, il existe des obligations d'identification à la charge des négociants en valeurs mobilières (art. 4 LBA) et à la charge des sociétés, pour le cas où les jetons incorporent des droits de sociétariat (art. 697i ss CO).

1653

³³⁰¹ EGGEN, *Token*, p. 563.

³³⁰² Rapport explicatif transparence 2018, p. 5.

³³⁰³ Rapport blockchain 2018, p. 68.

C. Placements collectifs de capitaux

- 1654 A l'instar du droit bancaire, dans l'attente de l'application de la LSFin, les dispositions en vigueur relatives aux placements collectifs de capitaux s'appliquent aux ICO. Du fait qu'il n'existe pas de plateforme intermédiaire³³⁰⁴ (comme dans le cas du financement participatif) qui risquerait d'être qualifiée de placement collectif de capitaux, la seule situation problématique serait le cas où la société à la recherche de financement propose d'investir dans d'autres compagnies, ce qui permettrait au contributeur de voir la valeur de ses jetons augmenter³³⁰⁵. Dans un tel cas, on doit, d'un point de vue légal, considérer que la jeune société est un placement collectif de capitaux et qu'elle doit en conséquence obtenir l'autorisation de la FINMA (art. 2 et 7 LPCC)³³⁰⁶. Ce cas de figure est plus fréquent qu'on ne le pense : dès le moment où les apports des contributeurs sont administrés et/ou réinvestis en commun – directement ou par le biais de *smart contracts* – pour le compte desdits contributeurs, alors on se trouve face à un placement collectif de capitaux³³⁰⁷.
- 1655 Pour le cas où la jeune société doit être considérée comme un placement collectif, alors elle est soumise à la surveillance de la FINMA et doit, partant, obtenir une autorisation. Elle a ensuite l'obligation de rédiger un prospectus à destination des investisseurs (art. 75 ss LPCC).
- 1656 Comme déjà explicité (*cf.* N 1585), il arrive que la société à financer lève les fonds par le truchement d'une fondation (art. 80 CC). Se pose alors la question de savoir si une telle fondation, en tant qu'elle obtient les fonds et les transfère ensuite à la société opérationnelle, ne prend pas le rôle d'un placement collectif de capitaux. Il faut y répondre par la négative, en vertu de la clarté du champ d'application de la LPCC : comme le précise l'art. 2 al. 2 lit. g LPCC, les fondations au sens du code civil sont en dehors du champ d'application précité. Cela paraît, au demeurant, justifié : le patrimoine de la fondation (à savoir les montants récoltés dans le cadre de l'ICO) doit être affecté en faveur d'un but spécial (art. 80 CO *in fine*) : certes, la fondation administre en com-

³³⁰⁴ S'il existe une plateforme intermédiaire, alors les considérations développées dans le cadre du financement participatif s'appliquent de manière identique (*cf.* N 1416).

³³⁰⁵ Nous n'aborderons pas les fonds de placements virtuels autonomes et décentralisés (comme notamment *The DAO*), en raison du fait qu'il n'existe pas de société à financer. Pour plus de détails à ce sujet, *cf.* HESS/SPIELMANN, p. 191s. ; MAUCHLE, *FinTech*, p. 828s. ; MÜLLER/MIGNON, p. 492.

³³⁰⁶ KOGENS, *ITO*, § 7 ; WALDER WYSS, *ICO*, p. 4.

³³⁰⁷ DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 884 ; MÜLLER/MIGNON, p. 492. Voir aussi à ce sujet l'analyse extensive du Conseil fédéral, *cf.* Rapport blockchain 2018, p. 149s.

mun les fonds levés et les contributeurs ne peuvent intervenir dans la mise en œuvre de placement et la politique de gestion³³⁰⁸, ce qui est caractéristique des placements collectifs³³⁰⁹. Toutefois, la fondation n'a pas de mandat discrétionnaire de gestion³³¹⁰ : l'affectation du patrimoine est basée sur un modèle bien plus rigide, à savoir à la conformité au but spécial, but qui ne peut être modifié qu'avec l'accord de l'autorité de surveillance, pour autant que l'acte de fondation réserve cette possibilité et après au moins dix ans d'existence (art. 86a CC).

D. Blanchiment d'argent

Tout « intermédiaire financier » est soumis à la LBA, qu'il s'agisse d'une banque, d'un négociant en valeurs mobilières ou d'une maison de jeu. Est aussi soumise à la LBA toute personne qui, à titre professionnel, accepte, garde en dépôt ou aide à placer ou à transférer des valeurs patrimoniales appartenant à des tiers (art. 2 LBA). Enfin, on relève que les sociétés actives dans le domaine du trafic des paiements ou qui émettent des moyens de paiement sont aussi réputées intermédiaires financiers (art. 2 ch. 3 lit. b LBA). Les monnaies virtuelles sont par ailleurs expressément mentionnées dans l'OBA et l'OBA-FINMA, aux art. 4 al. 2 OBA, et art. 2 lit. c OBA-FINMA, qui précisent que le fait d'accepter et/ou de verser des monnaies virtuelles constitue effectivement une transmission de fonds et de valeurs au sens desdites ordonnances³³¹¹. En conséquence, l'émission de jetons d'investissement n'est pas une activité soumise à la LBA (art. 2 al. 2 LBA *a contrario*)³³¹².

1657

Lorsque des jetons de paiement sont émis, il s'agit d'une émission de moyens de paiements qui est, elle, assujettie (art. 2 al. 3 lit. b LBA)³³¹³. En tout état de cause, la société sera déjà considérée comme intermédiaire financier au sens de la LBA, lorsque que son produit brut dépasse CHF 50'000 par année (art. 9 OBA) ou qu'elle émet des jetons de paiement en échange d'autres monnaies virtuelles ou de *fiat money* (art. 2 al. 3 LBA et art. 4 al. 2 OBA)³³¹⁴. Les

1658

³³⁰⁸ BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, art. 7 N 28.

³³⁰⁹ DURAND, *Crowdfunding*, p. 29.

³³¹⁰ Pour la qualification de mandat, cf. BSK KAG-RAYROUX/DU PASQUIER, art. 7 N 6.

³³¹¹ MOLO/DRZALIC, p. 49s., qui arrivent à la même conclusion.

³³¹² FAVRE ET AL., p. 3.

³³¹³ Guide pratique FINMA 2018, p. 6 ; FAVRE ET AL., p. 3.

³³¹⁴ Guide pratique FINMA 2018, p. 7 ; ESSEBIER/BOURGEOIS, p. 572 ; FAVRE ET AL., p. 3.

risques liés au blanchiment d'argent sont effectivement accrus dès le moment où de la *fiat money* est impliquée dans la levée de fonds³³¹⁵.

- 1659 En ce qui concerne l'émission de jetons d'utilité, il s'agit de déterminer si les conditions de l'art. 7 LBA sont remplies. L'art. 7 al. 1 OBA précise les critères permettant de constater une activité professionnelle d'intermédiaire financier. Selon cette disposition, l'activité est professionnelle dès lors : a) qu'un produit brut de plus de CHF 50'000 par année est réalisé. Ce produit est composé de toutes les recettes générées par des activités soumises à la LBA³³¹⁶ ; b) que des relations d'affaires non-unique sont établies avec plus de 20 cocontractants ; c) qu'il existe un pouvoir de disposition sur des valeurs patrimoniales appartenant à des tiers, dont le montant dépasse 5 mio à un moment donné ; et que d) plusieurs transactions sont exécutées sur une année et dépassent 2 mio. Par transaction, il faut comprendre « toute forme de transformation et toute transmission de valeurs patrimoniales ». A noter que l'afflux de valeurs patrimoniales et le réinvestissement à l'intérieur du même dépôt ne sont pas pris en compte. En pratique, ces conditions ne sont que rarement remplies, si bien qu'une telle émission ne permettra pas d'attribuer le statut d'intermédiaire financier à la société³³¹⁷.
- 1660 En tout état de cause, les obligations de diligence dictées par la LBA n'handicapent pas les entreprises cherchant à lever des fonds dans leur activité³³¹⁸. Il est donc relativement simple, quand bien même souvent obligatoire, de se mettre en conformité avec cette loi. Pour ce faire, elles devront s'affilier à un organisme d'autorégulation reconnu ou obtenir une autorisation de la FINMA (art. 14 LBA). Puis elles mettront en place une procédure de « KYC/AML », signifiant « *Know Your Customer* », respectivement « *Anti-Money Laundering* », exigeant des contributeurs qu'ils s'identifient et garantissent être l'ayant droit économique³³¹⁹.
- 1661 Dans le cadre d'un négoce secondaire – portant sur des opérations de change ou de transfert – avec lesdits jetons, les éventuels courtiers et autres plateformes de *trading* de monnaies virtuelles seront eux aussi soumis à la LBA. En d'autres termes, les sociétés permettant la conversion de cryptomonnaies

³³¹⁵ MME, *Blockchain*, p. 6.

³³¹⁶ Circulaire 2011/1, p. 25.

³³¹⁷ Voir à ce sujet l'excellente analyse d'ESSEBIER/BOURGEOIS, p. 575.

³³¹⁸ Rapport explicatif transparence 2018, p. 2 ; DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 884.

³³¹⁹ MOLO/DRZALIC, p. 56.

en *fiat money* et/ou le négoce secondaire de jetons doivent être supervisées par la FINMA, ou être affiliées à un organisme d'autorégulation (art. 14 LBA)³³²⁰.

Précisons pour terminer que le blanchiment d'argent est une infraction pénalement répréhensible (art. 305^{bis} CP), en tant que les fonds cryptographiques rentrent dans le champ d'application de la disposition précitée³³²¹.

1662

IV. Conséquences

Il appartient aux sociétés initiant une ICO de vérifier qu'elles sont en conformité avec le droit de la surveillance et le droit des sociétés, et accessoirement avec le droit fiscal. Savoir si une ICO rentre dans le champ d'application du droit de la surveillance dépendra du modèle d'ICO choisi et des circonstances particulières de chaque cas³³²². En bref, la société devra s'assurer que les fonds levés ne sont pas considérés comme des dépôts du public, qu'elle ne propose pas des produits dérivés et qu'elle ne prend pas le rôle de placement collectif de capitaux. Les praticiens recommandent à la société initiatrice d'obtenir au préalable une confirmation de non-assujettissement de la part de la FINMA, avant de déployer une ICO³³²³. Rappelons qu'une telle requête reste toutefois payante³³²⁴.

1663

Pour le contributeur, la plupart des problématiques abordées ci-dessus n'ont aucune conséquence essentielle sur ses obligations. Tout au plus pourrait-il bénéficier de la protection accordée par le droit des sociétés suisse ou le droit de la surveillance, lorsque ces derniers s'appliquent.

1664

³³²⁰ Guide pratique FINMA 2018, p. 5 ; Communication FINMA 2017, p. 3 ; HESS/SPIELMANN, p. 187 ; MÜLLER/MIGNON, p. 492s.

³³²¹ MOLO/DRZALIC, p. 42 ; STOLL, *Bitcoin*, p. 106. Nous renvoyons d'ailleurs à ces auteurs pour une analyse exhaustive des aspects pénaux liés à l'utilisation de cryptomonnaies.

³³²² Communication FINMA 2017, p. 3.

³³²³ FAVRE ET AL., p. 1.

³³²⁴ Les émoluments sont calculés en fonction du temps consacré et du tarif horaire, cf. Oém-FINMA (RS 956.122).

Chapitre 5 : Droits du contributeur

- 1665 Pour déterminer le type de contrat passé entre la société initiante et le contributeur, il faut en premier lieu déterminer quelle est la contrepartie obtenue en échange de sa contribution, dans les faits, et non par la dénomination choisie par la société. Il serait en effet trop simple que la société qualifie la contribution de donation, pour échapper à tout devoir de reddition envers les contributeurs, alors que dans les faits, les jetons constituent clairement des valeurs mobilières³³²⁵. Dès le moment où le contributeur obtient certains droits, il acquiert un certain statut qui devrait bénéficier d'une certaine protection, notamment lorsque son investissement est mis en danger.
- 1666 Pour déterminer quels sont les droits du contributeur, il convient donc de déterminer quel est son statut : il peut être donateur, client, créancier ou actionnaire. Cela permettra ensuite de savoir si l'ICO doit être qualifiée de campagne de *crowddonating*, respectivement de *crowdsupporting*, *crowdlending* ou *crowdinvesting*.

I. Droits généraux

A. Remise des jetons

- 1667 Quel que soit le statut du contributeur, une obligation de la société est commune et sous-jacente à toute relation contractuelle naissant suite à un financement par ICO, à savoir le transfert de la propriété des jetons aux contributeurs, par la remise des jetons. Alors qu'elle refusera souvent de lier un quelconque droit aux jetons émis, la jeune société s'engagera systématiquement à remettre un certain nombre de jetons au contributeur, proportionnellement à la contribution effectuée. Cela peut se faire manuellement, au terme de l'ICO, ou de manière automatisée, par le biais d'un *smart contract*³³²⁶. Si la seule contrepartie prévue est la remise d'un ou plusieurs jetons, alors il s'agit d'un contrat de vente (ou d'une donation mixte intégrant des éléments du contrat de vente)

³³²⁵ Pour reprendre les propos du Conseil fédéral, « [p]our déterminer la typologie du contrat, ce n'est pas les titres que les parties ont donnés à leur contrat qui est déterminant, mais le contenu de l'accord, la réelle et commune intention des parties », cf. Rapport blockchain 2018, p. 50.

³³²⁶ DARBELLAY/REYMOND, *ICO*, p. 49.

au sens des art. 184 ss CO³³²⁷. Une telle qualification a pour effet que le contributeur supporte seul le risque de perte de valeur du jeton, conformément à l'art. 185 CO.

Le remise des jetons se fera par le biais de la *blockchain*, qui permet le transfert de jetons sans duplicque ou falsification. La société financée enverra, par le biais de son adresse publique, un certain nombre de jetons sur l'adresse publique indiquée par le contributeur. Les règles applicables quant au transfert de possession, respectivement de propriété, dépendent étroitement de la qualification des jetons en tant que droits-valeurs ou papiers-valeurs (*cf.* N 1622 et 1625). En ce qui concerne les droits-valeurs, il n'est pas possible d'en transférer leur possession, en raison de leur dématérialisation totale ; c'est bien plus le droit-valeur lui-même qui doit être cédé (art. 973c al. 4 CO). Si l'on considère, comme nous le prétendons, que les jetons peuvent être qualifiés de papiers-valeurs, alors le transfert de jetons donne lieu à un transfert de possession au sens de l'art. 919 al. 1 CC : les jetons se trouvent, après ledit transfert, en la puissance du contributeur, qui en a la maîtrise effective. Il s'agit alors d'une tradition parfaite (art. 923 CC) donnant lieu à un transfert de propriété (art. 967 CO)³³²⁸. En ce qui concerne la propriété, elle est présumée chez son possesseur (art. 930 CC et 967 CO).

1668

Dans de très nombreux cas, l'obtention des jetons suffira amplement au contributeur. En effet, à ses yeux, la réelle valeur du jeton est son statut d'instrument spéculatif³³²⁹. Le but, souvent avoué, est de parvenir à revendre le jeton avec une plus-value parfois immense, en fonction de l'offre et la demande et de la popularité de la société émettrice. Cette « cotation » sur un marché secondaire est un processus relativement rapide.

1669

On est en droit de se demander quelle est la valeur intrinsèque d'un jeton, lorsqu'il ne donne droit à aucune contrepartie. À notre avis, dans certains cas, la valeur du jeton est nulle, et la seule raison pour laquelle le jeton possède une certaine valeur sur les plateformes d'échange relève d'une hallucination collective guidée par la spéculation omniprésente dans le milieu de la cryptomonnaie. Ce comportement compulsif et déraisonnable devrait toutefois lentement disparaître, puisque ces marchés, encore jeunes, vont inévitablement gagner en maturité au cours des années à venir. Les rêves de grandeur seront revus à la baisse et les investissements se feront à tête reposée.

1670

³³²⁷ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 226 et les références citées, ainsi que p. 379.

³³²⁸ TF 4A_314/2016 du 17 novembre 2016, consid. 4.1 : le transfert de droits incorporés dans un papier-valeur suit les règles sur le transfert de la propriété mobilière.

³³²⁹ MÜLLER/MIGNON, p. 488 ; WÖCKENER ET AL., p. 1, qui parle de « *potential future upside* ».

B. Revente sur le marché secondaire

- 1671 En vertu de l'immense liberté que procure la *blockchain*, le *tokenholder* peut transférer ses jetons à tout tiers et en tout temps. Il n'est, à notre connaissance, pas possible de limiter la transmissibilité de jetons ; cela ne ferait, en tout état de cause, aucun sens, puisque le grand avantage de la *blockchain* réside justement dans le fait que la négociabilité est grandement facilitée. Le prix auquel il pourra transférer ses jetons sera dicté par l'offre et la demande, c'est-à-dire par les marchés cryptographiques. En principe donc, le détenteur des jetons peut disposer comme il le souhaite de ces jetons ; il peut même les détruire de manière irréversible s'il le veut³³³⁰. Une telle facilité de transfert peut, selon nous, s'avérer problématique eu égard au blanchiment d'argent. En effet, dans le cadre d'une ICO, les contributeurs devront généralement s'identifier préalablement auprès de la société. Mais une fois les jetons reçus, ils seront libres de les transférer à qui ils souhaitent, sans que la société ou une quelconque autorité ne puisse s'y opposer. Comme nous l'avons exprimé précédemment, les jetons correspondent vraisemblablement à des papiers-valeurs digitaux ou à des droits-valeurs, si bien que l'identité des détenteurs de jetons sera rapidement perdue.
- 1672 Cela n'est toutefois pas dérangeant pour la société, au contraire. Le but principal (mais souvent inavoué) de tout financement par ICO est une prise de valeur de jeton sur le marché secondaire ; une restriction de transmissibilité ne ferait tout simplement aucun sens. Dans l'optique de la prise de valeur sur un marché secondaire toutefois, il est nécessaire que l'offre soit moins importante que la demande. Ainsi, pour faire monter la valeur du jeton, il faut que les contributeurs ne vendent pas trop facilement leurs jetons et les conservent précieusement. Pour encourager ce mécanisme de conservation, certaines sociétés promettent certains avantages patrimoniaux liés à la quantité de jetons et à la durée pendant laquelle ils sont détenus (*staking*)³³³¹.
- 1673 Du point de vue du droit des sociétés toutefois, le transfert de la qualité d'associé n'est pas aussi simple. En effet, le droit des sociétés est clair sur ce point : la qualité d'actionnaire ne peut être transférée que si cette qualité est incorporée dans une action (au porteur ou nominative, art. 622 al. 1 CO). Ain-

³³³⁰ Pour détruire des jetons, on les « brûle », en les envoyant sur une adresse nouvellement créée et sans sauvegarder la clé privée. Les jetons se trouveront désormais sur une adresse inaccessible, et deviendront vraisemblablement des choses sans-maître, cf. HARI, *Monnaies cryptographiques*, pp. 454 et 465.

³³³¹ C'est l'une des fonctions du jeton de *SwissBorg*, cf. *SwissBorg.com*, 27 mars 2019 <<https://www.swissborg.com/post/the-newest-utility-of-the-swissborg-chsb-token>> (consulté le 27 juin 2019).

si, pour que le transfert de la qualité d'actionnaire soit opposable au tiers et à la société, il est nécessaire que « les prescriptions relatives au transfert des parts sociales [...] soient respectées »³³³².

C. Information

En pratique, le contributeur ne bénéficie d'absolument aucun droit d'être informé³³³³. Cela découle du fait que ces droits découlent souvent de sa simple qualité de donateur ou de client. Pour le cas où il est avéré que l'ICO a une dimension de financement par fonds propres ou fonds étrangers, alors les droits à l'information du contributeur seraient ceux de l'actionnaire ou du créancier. En vertu de la dimension publique d'un tel investissement, il s'agirait alors d'un cas de *crowdinvesting* ou de *crowdlending*, déjà abordés précédemment. Théoriquement, il reste toujours possible pour les parties de convenir contractuellement de certains droits à l'information étendus (cf. N 968). Pratiquement, en raison du nombre extrêmement élevés de contributeurs, la société initiatrice ne pourra pas négocier individuellement, avec chaque contributeur, le droit à l'information. Il est donc fréquent qu'aucun droit à l'information étendu ne soit prévu.

1674

Malheureusement, déjà au stade de la levée de fonds, une grande partie des ICO reste très opaque. Les *white papers* sont ainsi modifiés sans préavis (parfois même après la levée de fonds !), ne sont pas toujours clairs et contiennent une kyrielle de clauses d'exclusion de responsabilité. Une fois les jetons reçus, l'unique statut du contributeur est son statut de *tokenholder*. S'il décide de se séparer de ses jetons, il perdra ce statut, sans même que la société financée ne soit au courant. Aucun jeton, à notre connaissance, ne procure à son détenteur un quelconque droit d'obtenir certaines informations quant à la bonne marche de la société. La société peut, de manière purement gracieuse, décider de répondre à certaines questions et interrogations que pourraient avoir certains *tokenholders*, mais cela s'arrête là. Il n'existe pour ainsi dire aucun devoir de reddition ou de partage d'informations à la charge de la société.

1675

Toutefois, la technologie *blockchain* apporte une nouvelle dimension en ce qui concerne l'information. En effet, en raison de la décentralisation et de la transparence du registre et des *smart contracts*, tout participant est ainsi habilité à consulter les entrées dans le registre et les potentiels *smart contracts* qui sont déployés. Ainsi, chaque participant peut être informé en temps réel, par le

1676

³³³² Pour tout le paragraphe, Rapport blockchain 2018, p. 52.

³³³³ Par analogie, FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 123.

biais de la *blockchain*, de diverses opérations et transactions effectuées par les autres participants. C'est la une bien maigre consolation, eu égard aux droits à l'information qu'un actionnaire ordinaire possède.

II. Donateur

1677 Dans le cas d'une donation (art. 239 ss CO), on se trouve alors, *a priori*, dans une situation semblable au *crowddonating*, dont le cadre légal est fort accommodant. C'est le chemin que suivent beaucoup de sociétés, en précisant que les fonds levés le sont à titre de donation³³³⁴. Il convient toutefois de savoir si l'on peut réellement qualifier les contributions effectuées dans le cadre d'une ICO comme des donations. Selon nous et comme il ressort de ce qui suit, la donation devrait être retenue lorsque les jetons émis ne donnent aucun droit envers une quelconque entité. Il s'agira alors de jetons de paiement, assimilés à des cryptomonnaies pures. Ce n'est toutefois pas pour autant que la société initiatrice sera entièrement libérée à l'égard du contributeur, puisqu'il est possible de grever la donation de charges ou conditions, ou d'y lier une prestation onéreuse (donation mixte).

A. Définition

1678 Commençons donc par définir la donation en droit suisse : il s'agit d'un contrat gratuit et unilatéral (une seule des parties s'oblige), d'un acte bilatéral (la concordance des volontés est requise), fait entre vifs³³³⁵. La donation est accomplie par la remise manuelle³³³⁶ de cryptomonnaies à la société initiatrice par le contributeur. Un contributeur s'engageant à participer à l'ICO (en se faisant *whitelister*) n'est toutefois pas tenu à effectuer la donation promise, puisqu'une promesse de donner n'est valable que lorsqu'elle faite sous forme écrite (art. 243 al. 1 CO). Enfin, la donation peut être grevée de charges (art. 245 al. 1 CO), imposant un devoir à la société initiatrice, comme par

³³³⁴ C'est par exemple ce qui était précisé pour l'ICO de *Tezos*, cf. *Tezos.foundation, History* <<https://tezos.foundation/history>> (consulté le 27 juin 2019). Voir aussi à ce sujet, DARBEL-LAY/REYMOND, ICO, p. 48s.

³³³⁵ CR CO I-BADDELEY, art. 239 N 7 ss.

³³³⁶ Selon nous, dans le cadre d'une ICO, le transfert de cryptomonnaies par le contributeur constitue bien une remise manuelle, dès le moment où les actifs digitaux sont transférés dans la sphère d'influence de la société, par analogie aux virements bancaires, cf. TF 5C.273/2005 du 14 mars 2006, RNRF 2008 335.

exemple l'obligation d'affecter la donation à un but déterminé³³³⁷. Une attribution gratuite assortie d'une contre-prestation partielle onéreuse (par exemple la remise de jetons aux contributeurs, au terme de l'ICO) peut constituer une donation mixte³³³⁸. Au vu de ce qui précède, rien ne semble s'opposer à ce que la contribution soit qualifiée de donation.

B. *Animus donandi*

Toutefois, pour que donation (ou donation mixte) il y ait, doit aussi exister l'*animus donandi*, c'est-à-dire la volonté du contributeur de s'appauvrir en faveur de la société initiatrice³³³⁹. Cette volonté est présumée lorsque la disproportion entre la valeur objective et le prix payé était importante, évidente et reconnaissable par les parties³³⁴⁰. Pour EGGEN, l'une des rares auteurs se penchant sur la question, l'*animus donandi*³³⁴¹ fait défaut dans la plupart des ICO : les contributeurs ne financent pas les sociétés par altruisme comme cela peut être le cas dans le cadre du *crowddonating* ; un désir de retour sur investissement est omniprésent. Le contributeur n'entrerait donc pas dans un contrat de donation mais dans un contrat innommé semblable au contrat de vente d'un espoir (« *emptio spei* »)³³⁴². En d'autres termes et toujours selon cette auteure, le contributeur espère que la société initiatrice concrétisera son projet, alors que la société ne promet aucun résultat au contributeur mais promet de faire au mieux. Il s'agirait donc là d'une obligation de moyen et non de résultat : la société s'engage envers le contributeur à utiliser les fonds levés pour tenter de mener à bien le projet qu'elle expose dans son *white paper*.

Nous ne partageons pas cette analyse. Certes, la masse des contributeurs ne procure pas les fonds à la société dans un but purement altruiste, mais la disproportion entre la contribution et la contre-prestation n'en reste pas moins évidente, d'autant plus lorsque cela est souligné dans le *whitepaper*. L'*animus donandi* est donc bien présent selon nous ; en cas de litiges, il appartiendra toutefois à la société initiatrice de le prouver³³⁴³. Les contributeurs sont des personnes responsables, tout à fait capables de s'informer et aptes à com-

³³³⁷ BSK OR II-VOGT/VOGT, Art. 246 N 8 ; CR CO I-BADDELEY, art. 245 N 19 ; ENGEL, *Contrats*, p. 124.

³³³⁸ ATF 116 II 259, JdT 1992 I 94.

³³³⁹ BSK OR II-VOGT/VOGT, Art. 239 N 1 ; FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 112.

³³⁴⁰ ATF 126 III 171, JdT 2001 I 554 ; BSK OR II-VOGT/VOGT, Art. 239 N 5a et 44. Voir aussi CR CO I-BADDELEY, art. 239 N 52.

³³⁴¹ CR CO I-BADDELEY, art. 239 N 52.

³³⁴² EGGEN, *Token*, p. 566.

³³⁴³ CR CO I-BADDELEY, art. 239 N 29 et les références citées.

prendre la nature de leur contribution. Libres à eux d'acheter, en tout connaissance de cause, des jetons ne leur procurant aucun droit. C'est en réalité la fonction spéculative du jeton qui prend le dessus et motive le contributeur à effectuer une telle donation. Toutefois, il convient de rappeler que le phénomène des ICO est extrêmement récent. Les « investisseurs » sont encore naïfs et inexpérimentés, et la perspective de devenir un millionnaire *bitcoin* a tendance à en aveugler plus d'un. Avec le temps, les marchés vont atteindre un certain degré de maturité et les jetons n'ayant aucune valeur intrinsèque cesseront certainement de susciter l'intérêt des masses. Ainsi, en dépit d'une fonction économique spéculative parfois prépondérante, il reste envisageable que la contribution soit qualifiée de donation grevée de charges, voire de donation mixte.

III. Client

- 1681 Le jeton d'utilité peut donner le droit d'utiliser le service ou produit offert par la jeune société ou d'accéder à une plateforme, généralement informatique³³⁴⁴. La société devra alors mettre sur pied le projet promis, si elle entend permettre aux *tokenholders* de les utiliser de la manière convenue. Si elle ne le fait pas, il s'agit d'un cas d'inexécution (art. 97 ss CO). Le jeton pourra alors être utilisé comme moyen de paiement pour une utilisation unique et ponctuelle du service par le titulaire, ou au contraire lui en garantir l'accès constant, tant que ce dernier ne se sépare pas dudit jeton. Ce service peut avoir une certaine valeur, si bien que le jeton pourra être échangé sur le marché secondaire par le *tokenholder* qui ne serait pas intéressé par l'utilisation ou l'accès octroyé.
- 1682 Dans de tels cas, le contributeur sera considéré comme un client. La relation contractuelle bipartite, entre le contributeur et la société initiante, relèvera du contrat de vente ou d'échange, de mandat, de dépôt, ou encore du contrat d'entreprise³³⁴⁵. Souvent, il s'agira de contrats mixtes (ou *sui generis*) combinant divers éléments des contrats susmentionnés³³⁴⁶. Le contributeur possède

³³⁴⁴ MME, *Blockchain*, p. 16 ; MÜLLER/MIGNON, p. 488. On pourrait imaginer un jeton pouvant être utilisé au sein d'une plateforme de paiements par cryptomonnaies, à l'instar du jeton de *uTrust*, cf. *uTrust.com*, *Token* <<https://uTrust.com/token/>> (consulté le 27 juin 2019).

³³⁴⁵ Rapport blockchain 2018, p. 50. Nous aborderons le cas de figure du prêt dans la section suivante. Voir en outre FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, pp. 126-176, qui analyse extensivement (mais uniquement) le contrat de vente et le contrat d'entreprise, en tant que relation contractuelle liant le contributeur et la société initiante.

³³⁴⁶ Rapport blockchain 2018, p. 50 et les références citées. Lorsqu'il s'agit d'une donation mixte, on peut parler de « contrat mixte présentant une confusion de type », cf. FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 165 et les références citées.

alors un statut de véritable client, d'utilisateur³³⁴⁷ ou de consommateur, et non d'investisseur. On se trouve dans une constellation identique au *crowdsupporting* auquel nous renvoyons (*cf.* N 1444) ; le consommateur sera protégé par les normes du droit de la consommation, ainsi que du CO (inexécution, garanties, etc.).

A nouveau, l'un des problèmes majeurs qui se pose lorsque des droits sont rattachés à un jeton concerne la cession de la relation contractuelle. La possibilité de céder la relation dépendra en premier lieu des éléments et types de contrats composant la relation contractuelle liant les parties³³⁴⁸. Plus généralement, en ce qui concerne les créances, elles peuvent être cédées et transférées, uniquement à condition que l'acte de disposition revête la forme écrite (art. 165 al. 1 CO). Comme nous avons déjà eu l'occasion de l'aborder lorsqu'il s'agissait de déterminer si les jetons étaient des droits-valeurs, la signature électronique ne peut pas être effectuée par le biais de la *blockchain*. Pour que le transfert des jetons implique valablement le transfert des droits y rattachés, il faudrait donc qu'une telle cession remplisse les conditions de la signature électronique, ou que les jetons soient qualifiés de papiers-valeurs, ce qui ne ressort pour l'instant ni de la doctrine ni de la pratique.

1683

IV. Prêteur

Lorsque le jeton donne droit au paiement d'un intérêt et/ou à un remboursement, le contributeur doit être considéré comme un prêteur, et la société a l'obligation de rembourser ledit prêt et d'effectuer le paiement des intérêts. Peu importe à cet égard que les termes utilisés par les parties diffèrent. Ainsi, c'est la « nature économique » de la prestation qui est déterminante ; peu importe à cet égard que la rémunération du prêteur soit désignée comme une provision, commission ou rétribution³³⁴⁹. En outre, rien ne s'oppose à ce que le versement d'un tel intérêt soit fait sous la forme d'une remise de cryptomonnaies et non par la remise d'espèces³³⁵⁰. Il s'agit alors d'un cas de *crowdlending*, avec tout ce que cela implique au niveau du cadre légal et des obligations des parties respectives (*cf.* N 1452). Cela reste extrêmement rare puisque, comme nous l'avons explicité précédemment, il s'agirait alors d'une acceptation de dépôts de public, qui risquerait bien d'être qualifiée d'activité

1684

³³⁴⁷ Du même avis, EGGEN, *Token*, p. 566.

³³⁴⁸ Rapport blockchain 2018, p. 64.

³³⁴⁹ ENGEL, *Contrats*, p. 272.

³³⁵⁰ BSK OR I- SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 313 N 4a ; CR CO I-BOVET/RICHA, art. 313 N 1a.

bancaire, faisant apparaître de multiples contraintes et coûts. À notre connaissance, il n'existe aucun jeton majeur remplissant ces conditions à l'heure actuelle³³⁵¹.

V. Actionnaire

1685 Si le contributeur est reconnu comme actionnaire, et à supposer que toutes les exigences légales soient remplies³³⁵², alors le contributeur aura tous les droits qu'un actionnaire possède. La qualification de l'ICO et les droits des contributeurs sont les mêmes que ceux découlant d'une campagne de *crowdfunding*. Nous nous proposons en revue les droits sociaux que peut espérer obtenir un contributeur ayant participé à une ICO. Mais peut-on réellement parler de droits sociaux ? Nous n'avons pas connaissance d'un quelconque jeton octroyant de véritables de sociétariat envers la société qui l'a émis. En réalité, il est évident et reconnu par les parties que le contributeur n'entrera pas au capital de la société, et qu'il ne deviendra donc pas actionnaire (ou participant).

A. Action-jeton

1686 Selon le Conseil fédéral, rien ne s'oppose au fait de rattacher la qualité d'actionnaire à un jeton, tant du point de vue du droit contractuel que du droit des sociétés ; il convient néanmoins de respecter les limites impératives relatives à la constitution des sociétés³³⁵³ (*cf.* N 1602). En outre, même si la qualité d'actionnaire est rattachée à un jeton, cela n'empêche pas qu'elle doit aussi être incorporée dans un titre : il est largement admis que les jetons ne font pas office d'actions à proprement parler, en l'état actuel du droit. Autrement dit, il ne serait pas possible, en l'état du droit actuel, d'incorporer une action dans un jeton. Certains jetons pourraient toutefois permettre à leurs détenteur, dans un futur proche, d'exercer une certaine influence sur la marche de la société, de donner son avis voire même de voter³³⁵⁴ ; on nomme cela des *C-Shares*³³⁵⁵. Notre proposition d'élargir l'interprétation de papier-valeur pour prendre en compte l'unicité digitale des jetons permettrait de régler ce problème, en tant

³³⁵¹ Relevant le même état de fait, Guide pratique FINMA 2018, p. 6.

³³⁵² Rappelons que la simple détention du jeton ne suffit pas, d'un point de vue du droit des sociétés, à octroyer la qualité d'actionnaire à son détenteur.

³³⁵³ Rapport blockchain 2018, p. 52.

³³⁵⁴ MME, *Blockchain*, p. 3.

³³⁵⁵ *Ibid.*

qu'elle rendrait valable une telle incorporation (cf. N 1043 ss). La tokenization d'une action est donc possible, au vu de ce qui suit.

Pour le cas où la qualification de papiers-valeurs devait être acceptée et retenue, et qu'une action pouvait être incorporée dans un jeton, alors le droit des sociétés pose encore certaines exigences particulières. Pour pouvoir émettre des actions sous forme de jetons (papiers-valeurs au porteur), alors de tels jetons doivent tout d'abord être indivisibles : la vente de fractions d'actions n'est pas autorisée³³⁵⁶. En tant qu'il ne pourra s'agir que d'un titre au porteur, on considère que société « donne au titre et à sa possession un caractère déterminant pour la qualité d'actionnaire »³³⁵⁷. Le détenteur du jeton sera alors présumé propriétaire et donc avoir la qualité d'actionnaire (art. 689a al. 2 CO et 930 CC). L'action-jeton au porteur devra être transmissible par simple transfert de possession (c'est-à-dire de maîtrise effective), ce transfert ne pouvant être restreint à aucune conditions³³⁵⁸, ce qui s'adapte parfaitement au système de la *blockchain*. Au surplus, les actions-jetons devraient être libérées entièrement (art. 683 al. 1 CO) avant d'être émises³³⁵⁹.

1687

L'action au porteur doit encore contenir certaines indications³³⁶⁰ : la dénomination « action » et « au porteur », la désignation de la société émettrice et de son siège, la valeur nominale de l'action au porteur (éventuellement un rappel sur le fait qu'elle est entièrement libérée). Ces indications pourront figurer sans autres dans le code source du *smart contract* générateur de jetons, code transparent et immuable, en vertu des caractéristiques du registre décentralisé.

1688

Par ailleurs, l'action-jeton devra être individualisée³³⁶¹, à l'aide d'une numérotation³³⁶² et de la signature du conseil d'administration (art. 622 al. 5 CO). Il apparaît que la signature électronique qualifiée (art. 14 al. 2^{bis} CO) du conseil d'administration pourrait être apposée sur le *smart contract* générateur des actions-jetons : le procédé, développé par ZHAW et *Swisscom*, permet de répondre à l'exigence de forme écrite de l'art. 622 al. 5 CO³³⁶³. En ce qui con-

1689

³³⁵⁶ CMTA, *Tokenization*, p. 7.

³³⁵⁷ CR CO II-LOMBARDINI, art. 622 N 21.

³³⁵⁸ CR CO II-LOMBARDINI, art. 622 N 6.

³³⁵⁹ ATF 86 II 89, JdT 1961 I 2.

³³⁶⁰ Pour la liste qui suit, CR CO II-LOMBARDINI, art. 622 N 24.

³³⁶¹ ATF 83 II 445, JdT 1958 I 280, consid. 2.

³³⁶² CR CO II-LOMBARDINI, art. 622 N 24.

³³⁶³ ZHAW, *Communiqué presse 2019*, p. 1 ss ; FOUCAULT-DUMAS Charles, *Une signature électronique suisse pour certifier les contrats passés via la blockchain*, ICTjournal.ch, 31 janvier 2019 <<https://www.ictjournal.ch/news/2019-01-31/une-signature-electronique-suisse-pour-certifier-les-contrats-passes-via-la>> (consulté le 14 mai 2019). Ainsi que Bilan.ch, *Une HES et Swisscom développent un modèle de signature électronique*, 29 janvier

cerne l'exigence d'individualisation par numérotation, alors il s'agit d'un obstacle insurmontable : la plupart des jetons existant actuellement sont des unités parfaitement fongibles, ne pouvant pas être identifiées individuellement. Ce sont donc uniquement les jetons non-fongibles (*cf.* N 1563) qui pourront prétendre remplir les conditions posées par le droit des sociétés pour être qualifiées d'actions au porteur.

- 1690 Nous recommandons à la société d'exclure le droit de l'actionnaire demander la conversion d'une action-jeton en titre physique³³⁶⁴, et de se réserver le droit de procéder à une conversion des jetons en titres physiques ou sous forme de droits-valeurs classiques, pour le cas où de graves dysfonctionnements perturberaient la chaîne de blocs.
- 1691 Enfin, l'émission d'actions-jetons (papiers-valeurs titres au porteur) entraîne une obligation d'annonce de la part des détenteurs (art. 697i ss CO). Par défaut, une telle annonce n'est pas soumise au respect d'une certaine forme : la société pourra donc imposer une certaine forme, par exemple l'utilisation d'un formulaire particulier³³⁶⁵ et le recours à la chaîne de blocs si nécessaire. Tant que les détenteurs ne sont pas annoncés, leurs droits sociaux et patrimoniaux sont suspendus, sans qu'il ne soit possible de les réactiver rétroactivement (art. 697m CO).
- 1692 Au vu de ce qui précède, il apparaît que la *tokenization* d'actions est envisageable mais qu'elle ne l'est que par le biais des jetons dits non-fongibles. Ces jetons sont, en pratique, encore extrêmement rares et presque jamais rencontrés dans le cadre d'ICO. Nous proposons donc, dans ce qui suit, d'aborder de manière purement théorique et technique, la manière dont d'éventuels droits de sociétariat pourraient être octroyés au contributeur, si une telle *tokenization* devait prendre place.

2019 <<https://www.bilan.ch/economie/une-hes-et-swisscom-developpent-un-modele-de-signature-electronique>> (consulté le 14 mai 2019).

³³⁶⁴ CMTA, *Tokenization*, p. 12. Cela permet à la société d'éviter qu'une actionnaire ne « transforme » son action-jeton en action émises physiquement.

³³⁶⁵ CR CO II-TRIGO TRINDADE/BERISHA, art. 697i N 45.

B. Vote

La détention de jetons pourrait potentiellement procurer certains droits de vote au contributeur. Il pourrait ainsi exprimer son vote quant à la conduite d'un projet particulier par la jeune société notamment³³⁶⁶.

1693

1. En pratique

D'un point de vue technique, il existe deux manières de voter. La première serait la mise en place d'un système hors *blockchain*, permettant de récolter les votes (par le biais d'un site internet ou d'une application par exemple), une fois le votant identifié et la détention de *tokens* démontrée. Le jeton aurait alors une fonction d'authentification. La seconde est un vote prenant place sur la *blockchain*. Voter par le biais de la *blockchain* paraît plus intéressant puisque l'on profite du registre décentralisé et de la transparence que cela procure³³⁶⁷. Dans un tel cas, des jetons particuliers, permettant au contributeur de voter sur certains sujets précis, sont distribués³³⁶⁸ : à l'occasion de chaque vote, le détenteur du jeton principal reçoit un certain nombre de nouveaux jetons de vote (appelés « *votecoins* »³³⁶⁹) directement dans son *wallet* ; il peut ensuite les transférer vers différentes adresses, en fonction de son intention de vote. Autrement dit, la société créera plusieurs adresses destinées à réceptionner les *votecoins* (par exemple une adresse pour oui, une autre pour non, ou alors une adresse pour la solution A, une autre pour la solution B, et ainsi de suite). Comme le relèvent WAGNER/WEBER, une telle manière de procéder, sur la *blockchain*, permet à l'actionnaire d'être certain que son vote est bien arrivé à destination quand bien même il ne participe pas à l'assemblée générale. En effet, lorsque le vote est effectué par correspondance, il n'est pas garanti qu'il ait bien été réceptionné et pris en compte par la société³³⁷⁰. Il peut

1694

³³⁶⁶ ESSEBIER/BOURGEOIS, p. 569.

³³⁶⁷ La ville de Zoug a d'ailleurs mené des essais de vote électronique basé sur la *blockchain*. SwissInfo.ch, *E-voting par blockchain : Zoug pourrait apporter une solution pour la Suisse entière*, 30 novembre 2018, <https://www.swissinfo.ch/fre/democratedirecte/essai-reussi_e-voting-par-blockchain--zoug-pourrait-apporter-une-solution-pour-la-suisse-entiere/44584060> (consulté le 27 juin 2019).

³³⁶⁸ DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 880.

³³⁶⁹ WAGNER/WEBER, p. 65. C'est le système utilisé par *SwissBorg* pour ses « référendums » (qui ont une valeur consultative uniquement), cf. Medium.com, 29 juin 2018 <<https://medium.com/swissborg/instructions-for-participation-in-the-swissborg-referendum-ii-2435d91e198>> (consulté le 27 juin 2019).

³³⁷⁰ WAGNER/WEBER, p. 65.

aussi vérifier la quantité et la provenance des *votecoins* représentant les votes. Une manipulation des votes est donc autrement plus difficile.

1695 D'un point de vue juridique et en vertu du droit des sociétés, le fait pour un actionnaire d'exprimer son vote par le biais de la *blockchain* ne paraît pas imaginable. Tout d'abord, il convient de relever que le droit de vote, s'il n'est pas purement consultatif, est intimement lié à la qualité d'actionnaire³³⁷¹ : il n'existe donc pas de droit de vote sans action³³⁷². Nous venons d'ailleurs de relever qu'il était, pour l'instant, difficilement envisageable d'incorporer une action dans un jeton. En pratique et en tout état de cause, il ressort de nos recherches que les votes des détenteurs de jetons n'ont jamais de valeur contraignante. En cause et comme déjà mentionné à maintes reprises, le désir d'éviter la qualification de valeurs mobilières et l'application de normes impératives du droit des sociétés.

2. Tokenization

1696 Toutefois, pour le cas où une *tokenization* d'actions³³⁷³ valable au regard du droit des sociétés devait être réalisée, alors précisons ce qui suit. En vertu du « principe d'immédiateté », le droit de vote doit s'exercer lors de l'assemblée générale (art. 689 al. 1 et art. 692 al. 1 CO)³³⁷⁴, ce qui s'avérerait difficile pour les contributeurs. Rien n'empêche la société de diffuser une vidéo de l'assemblée générale à ses actionnaires, en direct si elle le souhaite, mais il lui sera impossible de recueillir les votes sans présence physique de l'actionnaire. La révision du droit de la société anonyme introduit toutefois une dérogation au principe d'immédiateté³³⁷⁵, avec l'« assemblée générale virtuelle », pouvant être tenue sous forme exclusivement électronique et sans lieu de réunion physique, pour autant que les statuts le prévoient (art. 701d P-CO)³³⁷⁶. L'alinéa second de cette disposition permet de renoncer à désigner un représentant indépendant dans les sociétés non-cotées en bourse, si l'ensemble des actionnaires consent. Au vu de cette nouvelle législation, il semblerait donc possible

³³⁷¹ CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, art. 692 N 7.

³³⁷² *Ibid.*

³³⁷³ Par *tokenization* d'actions, on entend le fait d'émettre une action sous forme de jeton (papier-valeur au porteur), autrement dit l'incorporation de droits (en l'espèce des droits d'actionnaires) sur un jeton, de manière à ce qu'il soit impossible de le faire valoir ou de le transférer indépendamment du jeton (art. 965 CO).

³³⁷⁴ Rapport explicatif société anonyme 2014, p. 120 ; CR CO II-TRIGO TRINDADE/HÉRITIER LACHAT, art. 692 N 2.

³³⁷⁵ Rapport explicatif société anonyme 2014, p. 119.

³³⁷⁶ La base statutaire est assujettie à la majorité qualifiée, art. 704 al. 1 ch. 10 P-CO.

pour un actionnaire d'exprimer ses votes par le biais de la *blockchain* lors d'une assemblée générale virtuelle. Au surplus, les mécanismes développés dans le cadre du *crowdfunding* s'appliquent *mutatis mutandis* ; on pense ici notamment à l'élection d'un représentant (*cf.* N 1518).

C. Dividendes

1. En pratique

Certains *tokens* pourraient donner droit, en théorie toujours, à une participation au bénéfice de la société³³⁷⁷. Ce « dividende »³³⁷⁸ serait versé en cryptomonnaie (par exemple du *bitcoin* ou des jetons de la société), directement dans le *wallet* utilisé pour participer à l'ICO. Toutefois, ce type de jetons est de plus en plus rare³³⁷⁹. En effet, dès le moment où le jeton donne droit à un dividende ou un certain revenu, alors il s'agit d'un jeton d'investissement, considéré comme une valeur mobilière, ce qui implique le respect du droit des sociétés et du droit de la surveillance de la FINMA. En outre, pour les mêmes raisons, ce type de jetons sera facilement qualifié de *securities* au sens du droit américain. Bon nombre de plateformes d'échange de jetons, sur le marché secondaire, renonceront à lister de tels jetons, pour conserver leurs clients américains et rester en conformité avec ce droit national, d'importance considérable dans le domaine de la *blockchain*.

1697

La détention de certains jetons permet de réaliser certains revenus, actuels ou futurs³³⁸⁰, même si ces derniers ne sont pas liés au bénéfice de la société³³⁸¹. Là encore, la nuance entre « droit » et « possibilité » est faite par la totalité des sociétés émettrices. A notre sens, une simple expectative de revenu remplit déjà le critère, même partiellement, de « fonction économique », entraînant la qualification de jetons en tant que valeurs mobilières³³⁸² (*cf.* N 1638).

1698

³³⁷⁷ DARBELLAY/REYMOND, *Jetons digitaux*, p. 880 ; ESSEBIER/BOURGEOIS, p. 576.

³³⁷⁸ Rappelons que le contributeur n'est pas réellement actionnaire ; il ne s'agit donc pas d'un dividende, à proprement parler.

³³⁷⁹ ESSEBIER/BOURGEOIS, p. 569.

³³⁸⁰ MÜLLER/MIGNON, p. 488.

³³⁸¹ A titre d'exemple, le token KCS de la plateforme d'échange *KuCoin* permet à ses titulaires de profiter d'un « bonus » : début 2017, la moitié des frais de *trading* perçus par cette plateforme d'échange sont reversés aux détenteurs de jetons KCS, *cf.* *KuCoin.com, Whitepaper*, p. 7 <https://assets.kucoin.com/kucoin_whitepaper_en.pdf> (consulté le 27 juin 2019).

³³⁸² Guide pratique FINMA 2018, p. 5.

1699 Certaines sociétés promettent de récompenser les détenteurs, en leur versant des jetons supplémentaires ou en leur donnant accès à des tarifs préférentiels, s'ils acceptent d'adopter certains comportements, comme notamment ne pas vendre ses jetons (*staking*³³⁸³), trouver et parrainer de nouveaux contributeurs³³⁸⁴, traquer les éventuels *bugs* encore présents dans un programme ou encore simplement donner son avis. Une telle récompense est généralement considérée comme une contre-prestation à la prestation principale du contributeur³³⁸⁵ et non comme un dividende ou un versement d'intérêt.

2. Tokenization

1700 Pour le cas où une réelle *tokenization* d'une action devait avoir lieu, alors le contributeur deviendrait réellement actionnaire. En ce qui concerne les versement de dividendes, ils pourraient bien évidemment être versés en espèces³³⁸⁶. Quand bien même certaines cryptomonnaies ont une fonction monétaire (ex. *bitcoin*, *ethereum*), elles ne possèdent pas de cours légal, et ne peuvent donc être considérés comme espèces³³⁸⁷. Les dividendes sous formes de cryptomonnaies doivent donc être considérées comme des dividendes en nature : lorsque les conditions matérielles et formelles du versement de dividendes sont remplies, rien ne s'oppose à ce que le dividende ne soit pas versé en espèce, et prenne donc une « forme particulière »³³⁸⁸, le dividende en nature. Un tel dividende est admis, pour autant que la société en justifie l'opportunité et respecte l'égalité de traitement des actionnaires³³⁸⁹. Ainsi, il devrait être possible de verser à l'actionnaire, sur l'adresse publique où il détient ses actions-jetons, un dividende sous forme de cryptomonnaie (par exemple d'*ether*).

1701 Il n'est pas possible de garantir le versement de dividendes aux actionnaires³³⁹⁰. En effet, cela dépend tout d'abord de la volonté des actionnaires, qui doit être recueillie lors de l'assemblée générale. En outre, il n'est pas licite de verser des dividendes que lorsque les conditions de l'art. 671 CO sont remplies : ainsi, il n'est possible de verser un dividende qu'après avoir effectué les attributions à la réserve légale issue du bénéfice, et d'éventuelles réserves statutaires. Cela signifie que le versement de dividendes doit être décidé ponc-

³³⁸³ À ce sujet cf. N 1808.

³³⁸⁴ On nomme cela des « *bounty programs* ».

³³⁸⁵ ESSEBIER/BOURGOIS, p. 577.

³³⁸⁶ CR CO II-CHENAUX/GACHET, art. 660, 661 N 21.

³³⁸⁷ Art. 1 et 2 LUMMP ; HARI, *Monnaies cryptographiques*, p. 454.

³³⁸⁸ CR CO II-CHENAUX/GACHET, art. 675 N 28.

³³⁸⁹ *Ibid.*

³³⁹⁰ CR CO II-CHENAUX/GACHET, art. 660, 661 N 16.

tuellement, d'année en année, en fonction de la situation financière et de l'existence d'un bénéfice. Il n'est donc pas licite d'automatiser cela par le biais d'un *smart contract*.

En définitive, rien ne semble s'opposer au versement de dividendes en nature, sous forme de cryptomonnaie, pour autant tant qu'ils respectent les exigences légales et statutaires, par exemple en matière de réserves (art. 671 al. 1 et 698 al. 2 CO) et d'identification des porteurs (art. 697i ss CO).

1702

Chapitre 6 : Litiges

I. Généralités

Lorsque l'ICO échoue, ou que la société ne tient pas ses promesses, se pose alors la question des moyens à disposition des contributeurs pour faire valoir les éventuels droits qu'ils possèdent, et espérer en fin de compte récupérer une partie de leur investissement³³⁹¹. En raison de la nouveauté de ce mode de financement et du flou juridique qui l'entoure, la protection du contributeur est quasi-inexistante. Il n'existe pas de jurisprudence permettant de savoir si et comment un contributeur floué pourrait espérer récupérer une partie de son investissement. En conséquence, en cas de faillite, les possibilités du contributeur de récupérer l'investissement semblent fortement réduites, voire inexistantes. Cet état de fait est exacerbé par la tendance des marchés à considérer les ICO comme des coups de poker, pour utiliser des termes imagés. En effet et paradoxalement, les contributeurs acceptent très facilement les risques élevés d'échecs, entraînant la disparition quasi-totale de leur « investissement » ; ils assument cette immense prise de risque et la compensent par la possibilité que le jeton reçu voie sa valeur grimper en flèche. Selon nous, il s'agit ici d'un comportement comparable à celui des joueurs de loterie.

1703

³³⁹¹ Voir à ce sujet les doutes et inquiétudes entourant l'ICO de *SwissBorg*, cf. Bilan.ch, *Doutes sérieux sur la première «crypto-banque»*, 26 février 2019 <<https://www.bilan.ch/entreprises/doutes-serieux-sur-la-premiere-crypto-banque>> (consulté le 27 juin 2019), ainsi que la réponse de *SwissBorg*, Medium.com, 1^{er} mars 2019 <<https://medium.com/swissborg/le-vrai-bilan-de-swissborg-13-mois-apr%C3%A8s-lico-92d83fcc829f>> (consulté le 27 juin 2019).

- 1704 La résolution des litiges dans le domaine des ICO et plus généralement de la *blockchain* est extrêmement laborieuse. Il est donc recommandé au contributeur de s'assurer au mieux de la légitimité du projet qu'il finance. De plus en plus, en raison de nombreuses fraudes avérées, les sociétés se lançant dans une ICO mettent désormais un large éventail de documents à disposition des contributeurs, pour tenter de convaincre ces derniers de la conformité et du bien-fondé de la levée de fonds. Dans la même veine, il est intéressant de voir que divers principes d'autorégulation ont déjà fait leur apparition dans ce domaine³³⁹² : les communautés de contributeurs ont ainsi mis au point certains mécanismes de contrôles leur permettant d'effectuer une certaine *due diligence* collective. Ces vérifications ne sont pas forcément efficaces, car les contributeurs sont rarement des investisseurs aguerris ; il s'agit plutôt de personnes inexpérimentées parfois naïves, croyant pouvoir faire fortune comme les pionniers du *bitcoin*.
- 1705 Au vu de ce qui précède, il n'est pour l'heure pas possible d'éradiquer le risque d'escroquerie et/ou de mauvaise gestion de la jeune société. Ainsi, lorsque les fondateurs abandonnent la société en emportant les fonds récoltés, ou que la jeune société fait faillite, il s'agira de déterminer le statut des contributeurs, autrement dit quelles sont leurs prétentions à l'encontre des fondateurs, de la société et/ou au sein de la faillite. En vérité, nous avons déjà effectué de telles distinctions au cours du chapitre précédent, concernant les droits du contributeur.

II. Exécution et révocation

- 1706 En ce qui concerne le contributeur-donateur, précisons ce qui suit. Dans le cas d'une donation simple, la donation est réputée parfaite dès l'exécution (à savoir la remise manuelle des cryptomonnaies à la société initiant). La relation contractuelle entre les parties cesse alors³³⁹³ et le contributeur ne pourra rien exiger de la société. Nous sommes toutefois d'avis que, dans la plupart des ICO, les contributions constitueront des donations mixtes ou des donations grevées de charges³³⁹⁴, voire de donations mixtes grevées de charges³³⁹⁵. Lors de l'existence de charges, la société initiant « est redevable d'une presta-

³³⁹² AFFOLTER, *ICO*, § 4s.

³³⁹³ CR CO I-BADDELEY, art. 239 N 64.

³³⁹⁴ Pour la différence entre la donation mixte et la donation grevée de charges, cf. CR CO I-BADDELEY, art. 239 N 54 et art. 245 N 23s.

³³⁹⁵ TF 2A.150/2001 du 13 février 2002 (consid. 5), RDAF 2002 II 56.

tion»³³⁹⁶ ; si elle ne s'exécute pas, le contributeur sera en droit d'exiger l'exécution de la charge, voire même de révoquer la donation (art. 246 al. 1 et art. 249 CO)³³⁹⁷. Dans le cas d'une donation mixte, les dispositions de la donation s'appliquent à l'attribution gratuite, alors que la contre-prestation partielle onéreuse est régie par les dispositions générales et/ou spéciales s'appliquant au *crowdsupporting*, *crowdlending* ou *crowdinvesting*. Il découle de ce qui précède qu'il existe bel et bien une protection contre la fraude, même lorsque le contributeur est qualifié de donateur. Le droit privé permettrait donc à des contributeurs d'ouvrir une action en exécution ou de révoquer la donation, lorsque les charges dont elle était grevée n'ont pas été exécutées, ou l'ont été imparfaitement³³⁹⁸.

Lorsque le contributeur est considéré comme un client³³⁹⁹ ou comme prêteur, alors s'appliqueront à leur relation contractuelle les dispositions générales (et/ou spéciales) relatives au contrat de vente ou d'échange, de prêt, de mandat, de dépôt, ou même d'entreprise. A titre illustratif, si c'est la vente qui est retenue, alors le contributeur aura tous les droits de l'acheteur : il pourra notamment mettre la société en demeure (art. 102 CO) ou faire valoir la garantie pour les défauts (art. 197 ss CO). Dans le cas où un réel investissement a lieu, alors la relation contractuelle et de sociétariat liant les parties sera gouvernée par les dispositions générales et/ou spéciales du droit contractuel (pour les contrats de souscription et la convention d'actionnaires) et du droit des sociétés.

1707

III. Responsabilité personnelle

L'une des questions qui se pose est de savoir si une action en responsabilité, au sens de l'art. 754 CO, pourrait être ouverte par un contributeur, à l'encontre d'un ou de plusieurs administrateurs de la jeune société. Dans ce cas, il s'agit bien entendu de savoir si le contributeur possède la légitimation active. En effet, comme le précise l'art. 754 al. 1 CO, peuvent agir uniquement l'actionnaire ou le créancier social. L'actionnaire et le créancier peuvent intenter une action dite « individuelle », visant à la réparation du dommage subi

1708

³³⁹⁶ CR CO I-BADDELEY, art. 239 N 65.

³³⁹⁷ Pour une analyse détaillée du droit de révocation et de l'action en exécution dont bénéficie le donateur dans le cadre d'un financement participatif, cf. FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 120.

³³⁹⁸ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 122.

³³⁹⁹ Ou comme donateur mixte, cf. FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 169.

personnellement, ou une action dite « sociale » par laquelle on exigera des dommages-intérêts pour le préjudice indirect ou direct³⁴⁰⁰.

- 1709 Les créanciers sociaux (« *Gesellschaftsgläubiger* ») sont tous les créanciers de la société (les prêteurs, mais aussi potentiellement les clients, les fournisseurs, les bailleurs ou les sous-traitants). Tant que la société est capable de s'acquitter de ses dettes, le créancier ne subit aucun dommage, au sens de cette disposition³⁴⁰¹. Face à un préjudice indirect enfin, les créanciers sociaux ne pourront agir que lorsque la société est devenue insolvable (art. 757 al. 1 CO)³⁴⁰². Cela signifie que, pour pouvoir intenter une telle action, la relation contractuelle liant le contributeur à la société doit permettre de le qualifier d'actionnaire ou de créancier social. Dès lors, l'ouverture d'une telle procédure devrait être possible.
- 1710 Précisons que les administrateurs pourraient être responsables personnellement pour le prospectus d'émission (art. 652a *cum* art. 752 et 1156 CO), lorsqu'un tel prospectus d'émission aurait dû être publié et ne l'a pas été, ou qu'il l'a été mais qu'il contenait des informations inexactes et trompeuses³⁴⁰³. Pour savoir si le prospectus aurait dû être publié, nous renvoyons à ce qui a été dit précédemment lorsque des titres de participation (*cf.* N 1479) ou des obligations (*cf.* N 1460) ont été émis.
- 1711 L'art. 753 CO, pour la responsabilité dans les actes de fondation, pourrait être invoquée à l'encontre des fondateurs/*management* ayant violé leurs devoirs dans la fondation. Les violations pouvant entraîner une telle responsabilité sont énumérées de manière exhaustive à l'art. 753 ch. 1, 2 et 3 CO : il s'agit d'indications trompeuses des apports en nature, des reprises de biens ou des avantages particuliers (ch. 1), d'inscription au registre du commerce à l'aide de documents inexacts (ch. 2) ou du fait d'avoir sciemment accepté des souscriptions de la part de personnes insolvable (ch. 3). En pratique et à titre exemplatif, il pourrait s'agir d'une reprise de biens dissimulée ou d'un apport en nature surestimé³⁴⁰⁴. Selon nous, cet article pourrait trouver application dans le cadre du financement par ICO, lorsque les actes commis dans la fondation amènent le contributeur (actionnaire ou créancier social) à consentir à un investissement trop élevé, auquel il n'aurait pas consenti s'il n'avait pas été trompé.

³⁴⁰⁰ Pour plus de détails quant à ces actions, *cf.* CR CO II-CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, art. 754 N 55 ss.

³⁴⁰¹ MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, p. 662.

³⁴⁰² *Ibid.*

³⁴⁰³ DARBELLAY/REYMOND, *ICO*, p. 55 ss.

³⁴⁰⁴ BSK OR II-WATTER, Art. 753 N 6 ; CR CO II-CORBOZ/AUBRY GIRARDIN, art. 753 N 27.

IV. Procédures pénales

L'univers des cryptomonnaies n'étant pas encore parfaitement régulé, les risques de fraudes ou d'escroquerie sont exacerbés. On en veut pour preuve le cas, certes extrême, de *Confido*. Il s'agissait d'une société supposée développer des *smart contracts* pour le suivi de colis. Après avoir levé près de \$400'000 lors de leur ICO en octobre 2017, et avoir vu les jetons émis échangés sur plusieurs plateformes spécialisées, les fondateurs se débarrassent de leurs jetons sur lesdites plateformes, avec une plus-value importante, et annoncent ensuite, mi-novembre 2017, la fin de la société. Ils effacent ensuite toute trace subsistante (site internet, réseaux sociaux, etc.) et cessent toute communication. Il s'avère que l'identité des fondateurs était entièrement falsifiée. Des milliers de contributeurs (lors de l'ICO) et d'acheteurs (sur le marché secondaire) ont ainsi été grugés.

1712

Dans un tel cas, les mécanismes de droit pénal permettront aux autorités étatiques d'ouvrir des enquêtes, pour espérer introduire des procédures pénales, pour escroquerie (art. 146 CP)³⁴⁰⁵, pour abus de confiance (art. 138 CP)³⁴⁰⁶, pour faux renseignements sur des entreprises commerciales (art. 152 CP) ou encore pour gestion déloyale (art. 158 CP), selon les circonstances particulières de chaque cas. Il ne s'agira jamais de vol (art. 139 CP), puisque le contributeur remet volontairement les cryptomonnaies à la société ; en d'autres termes, la société ne soustrait pas les fonds au contributeur (al. 1), contre la volonté de ce dernier³⁴⁰⁷. Il ne s'agit pas non plus d'une appropriation illégitime (art. 138 CP), car il est accepté par les parties au financement que la société s'approprie les fonds levés, en échange de quoi elle s'engage à remettre des jetons au contributeur. Ainsi, lorsqu'il consent au financement, le contributeur accepte la perte économique des fonds cryptographiques transférés à la société. Il y a donc bien une appropriation (à savoir une incorporation économique des fonds dans le patrimoine de la société), mais elle est voulue par le contributeur³⁴⁰⁸ et n'est donc pas illégitime.

1713

V. Obstacles procéduraux

Il existe cependant plusieurs obstacles en ce qui concerne les procédures à ouvrir : on pense, en premier lieu, à la répartition géographique étendue des

1714

³⁴⁰⁵ Rapport blockchain 2018, p. 146.

³⁴⁰⁶ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 201 et les références citées.

³⁴⁰⁷ CR CP II-PAPAU, art. 139 N 11.

³⁴⁰⁸ *Ibid.*

contributeurs. Ainsi, il existe souvent plusieurs milliers de contributeurs, résidant aux quatre coins du monde. Il devient alors compliqué pour chaque contributeur de savoir où et comment ouvrir une procédure. Par ailleurs, il s'agit souvent de montants relativement faibles. Les frais d'avocats, de justice et la perte de temps entraînée ne se justifient parfois pas, si bien que bon nombre de contributeurs floués renoncent à faire valoir leurs droits. Par ailleurs, lorsque l'identité des fondateurs s'avère toute aussi fausse que le projet d'entreprise présenté, il devient encore plus difficile de parvenir à mettre la main sur les suspects. L'anonymat que permet internet, défendu par certains comme étant un graal précieux, peut aussi se retourner contre le contributeur. Les mécanismes de *class actions* que connaissent les pays anglo-saxons pourraient s'avérer utiles. Ainsi, en 2018, une action collective a été ouverte en Floride, contre *BitConnect LTD*³⁴⁰⁹, avec siège au Royaume-Uni, et d'autres entités liées. Dans un tel cas, les fondateurs et les sociétés responsables s'étaient identifiés correctement, ce qui a grandement facilité les choses. Dans cette procédure, *BitConnect LTD* est notamment accusée d'avoir grugé les investisseurs, en leur garantissant des retours sur investissement mirobolants, et d'avoir violé diverses réglementations relatives aux marchés financiers et à la protection de l'investisseur³⁴¹⁰. Les ICO devant être qualifiées de financement participatif, nous renvoyons à l'excellente analyse de FAVROD-COUNE au sujet des aspects procéduraux y relatifs, au niveau national et international³⁴¹¹.

Chapitre 7 : Conclusion concernant les ICO

- 1715 Le financement par ICO a explosé en 2017 : n'importe quel projet parvenait à lever des fonds importants, sans promettre de réelles contreparties aux contributeurs. En cause, la folie spéculative ayant entouré les cryptomonnaies pendant cette année et l'ignorance générale des contributeurs. La plupart des ICO

³⁴⁰⁹ La débâcle *BitConnect* est une des innombrables escroqueries ayant touché le monde des cryptomonnaies en 2018. BitConnect qui promettait des intérêts fixes extrêmement élevés sur les fonds investis n'était en réalité rien d'autre qu'une chaîne de Ponzi.

³⁴¹⁰ Une copie de l'action collective est disponible à l'adresse suivante : <<https://fr.scribd.com/document/371365443/Bit-Connect-Lawsuit>> (consulté le 27 juin 2019).

³⁴¹¹ FAVROD-COUNE, *Crowdfunding*, p. 421 ss.

lancées en 2017 et 2018 doivent, selon nous, être assimilées à du *crowdsupporting*, voire du *crowddonating*. Comme expliqué précédemment, la quasi-totalité des ICO ayant lieu sur le territoire suisse ont choisi de passer par le biais de *tokens* ne donnant pas droit à une contrepartie, plus rarement par l'*utility tokens*, puisqu'il devient possible de lever des fonds de manière non-dilutive³⁴¹², que cela évite l'intervention de la FINMA et permet à la société de n'avoir que peu de comptes à rendre à ses contributeurs, devant plutôt être qualifiés de mécènes que d'investisseurs. Toutefois, dans le cadre des ICO, une très grande majorité des contributeurs choisit de soutenir le projet dans une optique de rendement uniquement. En conséquence, une meilleure protection des contributeurs d'ICO a dû être aménagée par la FINMA, qui a su prendre en compte l'ambivalence de certains jetons d'utilité.

En 2018, puis en 2019, les choses se sont calmées. Beaucoup de projets ont échoué ou n'ont pas pu être menés à bien et le cadre législatif a été clarifié, tant par la FINMA que par le Conseil fédéral. Parallèlement, les cercles de contributeurs ont gagné en maturité, et réalisé qu'investir dans une ICO relève plus souvent de la donation que de l'investissement. Ils sont désormais plus attentifs et consciencieux dans la manière de dépenser leur cryptomonnaies. Pour parer à cette prise de conscience, les sociétés lançant des ICO améliorent de jour en jour la position et le statut des contributeurs.

1716

Par ailleurs, le potentiel d'innovation que propose la *blockchain* est immense. Les ICO sont vraisemblablement le futur du *crowdinvesting*. Dans un futur proche, il devrait devenir possible pour une société d'être immédiatement « cotée » sur les marchés cryptographiques, en ouvrant son capital par le biais de la *blockchain* et en accueillant une masse dense et large d'investisseurs, disséminée aux quatre coins de la planète. Le statut d'actionnaire et les droits sociaux et patrimoniaux découlant d'un tel statut seront réglés et définis précisément. De telles levées de fonds devront vraisemblablement être supervisées par la FINMA, dans la mesure de l'acceptable. D'autres aspects resteront problématiques, eu égard à la surveillance des marchés financiers et aux tâches de la FINMA : avec l'apparition de plateformes décentralisées, la régulation d'un marché secondaire de type DAO s'avérera laborieuse, voire tout simplement impossible.

1717

Nous restons donc d'avis qu'une adaptation du régime juridique des papiers-valeurs doit être entreprise. Nous vivons désormais à une époque caractérisée par une digitalisation galopante. La technologie *blockchain* permet de transférer des biens numériques, auxquels peuvent être rattachés certains droits so-

1718

³⁴¹² HARI/DUPASQUIER, p. 433.

ciaux et patrimoniaux, sans qu'une duplique ne soit possible. En particulier, nous avons constaté que les jetons devraient, *de lege lata*, pouvoir être qualifiés de papiers-valeurs (et jamais de droits-valeurs). Il s'agit d'une nouvelle dimension qui n'avait jusqu'à présent pas été envisagée par la loi. Il nous paraît évident que, d'ici quelques décennies – et moyennant la bienveillance du pouvoir législatif – la quasi-totalité des titres existants, qu'il s'agisse d'actions, d'obligations, de bons de jouissance, de dettes ou encore de produits structurés se fera sous forme de jetons, remplaçant ainsi par la même occasion les titres intermédiés, voire l'antique émission d'obligations. Enfin, nous estimons qu'une meilleure régulation des marchés secondaires serait bienvenue. Dans l'état actuel des choses, les manipulations de cours ou le délit d'initiés sont monnaie courante³⁴¹³. Nous ne pouvons qu'encourager l'implémentation d'une surveillance allégée par la FINMA, permettant de mieux protéger ces nouveaux marchés et les investisseurs y participant, sans paralyser de manière trop extrême les jeunes sociétés par les coûts qu'entraîne une telle surveillance actuellement.

- 1719 Précisons-le enfin, le financement par ICO est un type de financement extrêmement particulier, qui ne s'adresse pas à n'importe quelle jeune société. Certes, l'aspect innovant de la *blockchain* et la hauteur des montants levés peuvent faire rêver le fondateur. Toutefois, il ne s'agissait à notre avis que d'un effet de mode, lié à l'explosion des cryptomonnaies. Ce n'est pas pour autant que les ICO sont condamnées à disparaître, bien au contraire : à l'heure actuelle, elles sont toutefois adressées au financement de projets bien particuliers, ayant un rapport avec les nouvelles technologies et pouvant créer un enthousiasme général auprès des détenteurs de cryptomonnaies. En outre, une connaissance pointue de l'écosystème de la *blockchain* et plus généralement de la *fintech* est indispensable. Quant au contributeur, il est important qu'il parvienne à déterminer le statut qui sera le sien s'il consent à un investissement. Pour cela, il devra analyser les droits qui lui sont octroyés et ne pas se laisser séduire par des perspectives de gains illusoires.

³⁴¹³ Statement investors ESMA 2017, p. 2.

Conclusion générale

*« Le fruit du labeur passé soutient l'abondance présente. »*³⁴¹⁴

La rédaction du présent ouvrage nous aura permis de prendre conscience de plusieurs choses : tout d'abord, le financement d'une société est un travail de titan pour l'entrepreneur. C'est une étape qui ne peut malheureusement pas être évitée, et à laquelle l'entrepreneur doit se préparer. Il devra faire preuve d'abnégation, surmonter les frustrations et persévérer coûte que coûte, s'il souhaite parvenir à trouver les fonds nécessaires au développement et à la survie de sa société.

1720

Comme nous l'avons vu, les pistes de financement envisageables sont extrêmement diversifiées. Il ne s'agit pas simplement de trouver de l'argent et de l'injecter dans la société, mais bien de trouver un financement adéquat, tant en fonction de l'activité de la société qu'en ce qui concerne la personne de l'investisseur, le montant de l'investissement, ainsi que le stade d'avancement de la société lorsque ledit financement prend place. Comme il est ressorti de nos recherches, chaque genre de financement a ses avantages et ses faiblesses, qui devront être soupesés attentivement par le fondateur. Par ailleurs, le financement n'est plus cantonné comme à l'époque à certaines formes traditionnelles : on rencontre désormais « de tout »³⁴¹⁵. Cela ne peut être que bienvenu, puisqu'il devient possible de combiner divers instruments et de calibrer ainsi parfaitement ledit financement au cas d'espèce, c'est-à-dire aux besoins de la société, aux vœux du fondateur, respectivement aux attentes de l'investisseur.

1721

Pour aboutir à une constellation satisfaisante, le fondateur devra tout d'abord déterminer quels sont les objectifs qu'il poursuit. Souhaite-il aboutir à la création d'une PME stable, employant une dizaine d'employés, avec son siège en Suisse ? Ou voit-il les choses en grand, en espérant un jour une entrée en bourse ? Au-delà de ces exemples manichéens et poussés à l'extrême, il est

1722

³⁴¹⁴ Jean-Jacques ROUSSEAU, *Julie ou La nouvelle Héloïse*, 1761.

³⁴¹⁵ Entretien avec M. WILHELM.

essentiel que l'entrepreneur lui-même réalise et définisse précisément quelles sont ses attentes. Il pourra ensuite estimer les besoins financiers de la société, ce qui lui permettra d'affiner ses critères de recherche de financement.

- 1723 L'entrepreneur réalisera rapidement que les banques ne lui seront d'aucune aide, sauf pour le cas où il parvient à fournir des garanties solides, ce qui est rarement le cas. C'est là un paradoxe étrange pour la Suisse, reine de l'innovation et impératrice du domaine bancaire. Ces deux couronnes pourraient laisser croire que les banques adopteraient un rôle plus actif et prépondérant dans le financement des jeunes sociétés et plus généralement lorsqu'il s'agit de financer l'innovation. Ce n'est malheureusement pas le cas et l'on n'assiste à aucun changement dans ce domaine, même si certaines rares banques possèdent désormais des départements spécialement dédiés au capital-risque. Il faut toutefois se rappeler qu'une banque place principalement l'argent de ses épargnants, et qu'elle doit à tout prix éviter les pertes trop importantes. Les risques qu'elle prend sont en conséquence faibles, calculés et font l'objet de garanties.
- 1724 Face à des banques très majoritairement intraitables, le fondateur passera donc son chemin pour trouver refuge auprès de ses contacts, collègues, amis ou famille, qui lui fourniront les premiers deniers lui permettant de développer un début de chablon, une première esquisse de projet. Le fondateur doit toutefois garder à l'esprit que la relation le liant à ces investisseurs de la première heure (qui peut être familiale, amicale ou professionnelle) pourrait être irrémédiablement compromise, si la société et son projet porteur sombrent. En tout état de cause, ces fonds resteront bien souvent trop faibles pour parvenir à un réel essor. C'est alors que les investisseurs providentiels, les investisseurs stratégiques ou les capital-risqueurs prendront le relai. Ils donneront accès à des capitaux certes plus élevés, mais à des conditions plus contraignantes et parfois difficilement acceptables par le fondateur. Pour rencontrer et atteindre ce genre d'investisseurs, le fondateur devra parvenir à se profiler et établir un réseau de connaissances, en participant à des concours, événements ou conférences, en Suisse où à l'étranger.
- 1725 Il ressort par ailleurs de notre analyse que le financement de jeunes sociétés passe obligatoirement par le financement par fonds propres, d'une manière ou d'une autre. Nous l'avons vu, à moins qu'il ne puisse présenter des garanties suffisamment solides, les portes du crédit bancaire resteront closes face à ses requêtes tantôt aguicheuses, tantôt désespérées. Autrement dit, le fondateur doit impérativement et absolument accepter d'ouvrir le capital de sa société pour espérer lever les fonds nécessaires (à moins qu'il ne parvienne à trouver des personnes suffisamment crédules, comme dans le cas de certaines ICO). Même lorsque le fondateur capitule et accepte d'ouvrir son capital, ce n'est

pas encore une raison pour accepter n'importe quel type financement : l'objectif du fondateur sera de trouver un équilibre entre l'ouverture du capital, le volume et les conditions du financement ainsi que sa dilution future. Autrement dit, faire entrer un investisseur au capital, certes, mais pas à n'importe quel prix. Mais le fondateur n'est encore pas au bout de ses surprises : il sera souvent abasourdi et déconcerté par la complexité, la technicité et la longueur des contrats réglant la prise de participation et les rapports entre le fondateur et l'investisseur. Il est important qu'il soit guidé dans ce processus par des experts avertis, compétents et pédagogues.

Dans de plus rares cas, la piste du financement participatif ou du financement par ICO pourra (ou devra) être envisagée pour lever des fonds. Ces types de financements resteront toutefois réservés à des sociétés actives dans des domaines particuliers, bénéficiant d'une bonne visibilité sur la toile et possédant un statut suffisamment séduisant pour convaincre le public. En d'autres termes, ce genre de financement, plus marginal, ne doit être envisagé qu'après avoir épuisé les autres pistes de financement, ou si l'activité s'y prête particulièrement bien. De manière encore plus accessoire, l'entrepreneur devra utiliser toutes les autres possibilités s'offrant à lui pour financer sa société : on pense notamment aux incubateurs, aux prix récompensant l'innovation en Suisse, et plus généralement à tout ce qui est mis en place par la Confédération et les cantons pour stimuler l'entrepreneuriat et l'innovation.

1726

Nous l'avons déjà souligné, un financement efficace passe par une cohabitation harmonieuse des fondateurs et des bailleurs de fonds. Même si les objectifs et/ou les intérêts des parties diffèrent parfois, tout le monde s'accordera sur le fait qu'un échec doit être évité. Il faut donc que les fondateurs sélectionnent précautionneusement les bailleurs de fonds et adoptent un comportement respectueux et transparent. Peu importe les types de financement choisis, il faudra veiller à rédiger des contrats clairs, complets et correspondant parfaitement à ce que les parties ont convenu. Il est impératif que toutes les parties aient conscience des droits qu'elles s'octroient respectivement, mais aussi les actes futurs ou potentiels auxquels elles s'obligent. Les mauvaises surprises doivent être évitées à tout prix, en tant que cela pourrait rompre l'équilibre fragile de l'écosystème mis sur pied par les parties au financement. Les aspects fiscaux, qui n'ont pas été traités au sein du présent travail, devront aussi être pris en compte. En effet, même si réaliser un chiffre d'affaires suffisant est le but ultime de la société, il faut aussi, parallèlement, économiser le plus possible.

1727

Ce travail aura été l'occasion d'approfondir les mécanismes légaux permettant de financer une jeune société, et de prendre en compte l'environnement légal encadrant un tel processus. Au vu du nombre d'instruments existants, et de

1728

leur complexité, il apparaît que le financement de jeunes sociétés est un domaine très technique et malheureusement encore trop peu abordé par la doctrine et le législateur. Une vulgarisation et une simplification de ce domaine seraient donc bienvenues. En réalité, cette simplification a déjà commencé : on en veut pour preuve la constitution simplifiée de société de capitaux (dans le cadre du nouveau droit de la SA), le portail internet de la Confédération dédiée au financement des sociétés, l'apparition d'incubateurs soutenus par l'État, la création de programmes de soutien aux entrepreneurs et la rédaction récente de contrats-modèles *lights* par la SECA.

1729 Toutefois, ce travail de simplification ne doit pas s'arrêter là. Au niveau législatif, l'intégration statutaire des conventions d'actionnaires regroupant la totalité des actionnaires devrait être expressement prévue par la loi, donnant à cette institution fondamentale les lettres de noblesses, la reconnaissance et la protection qu'elle mérite, et procurant à la haute direction (ou tribunaux étatiques ou arbitraux) les armes lui permettant d'assurer de meilleure manière le respect d'une telle convention. Un second effort, d'adaptation cette fois, doit être mené : les jeunes sociétés ont peu de liquidités et sont, de ce fait, constamment au bord du précipice que représente la faillite. Un faux pas ou un imprévu malheureux signifie souvent le dépôt du bilan et l'anéantissement conséquent des espoirs, rêves et convictions du fondateur, qui seront rapidement supplantés par des frustrations rancunières et une amertume pesante. Une plus grande marge de manœuvre devrait ainsi être octroyée au conseil d'administration d'une jeune société, lorsqu'il fait face à une situation de surendettement. Troisièmement, l'unicité digitale que permet pour la première fois la *blockchain* doit être prise en compte pour revoir la définition de valeurs mobilières, et accepter l'incorporation électronique des papiers-valeurs en tant que titres, tant du point de vue du droit des sociétés que du droit de la surveillance. La doctrine aura un grand rôle à jouer dans ce domaine encore trop technique pour certains ; on pense ici particulièrement à la relève doctrinale, plus à l'aise et plus avisée des tenants et aboutissants des nouvelles technologies, qui pourra proposer des solutions innovantes à des problèmes existants et persistants. Accessoirement, des incitations fiscales devraient être mises en place ; par exemple en rendant l'investissement effectué sous forme de capital-risque déductible, en exonérant tout ou partie des gains réalisés lors du désengagement, en améliorant le régime fiscal applicable au report des pertes et aux plans d'intéressement. Enfin, l'investissement dans l'innovation par les caisses de pensions devrait être admis et soutenu, même dans une mesure proportionnellement minime.

1730 D'un point de vue plus pratique, nous sommes d'avis que les instruments de financement sont encore trop techniques. Là aussi, proposer des modèles simples, en renvoyant, si besoin, à des modèles plus perfectionnés pourrait

s'avérer bénéfique. Il existe certes déjà certains contrats-types, permettant de structurer un financement de manière extensive ; ces contrats modèles se focalisent toutefois uniquement sur la convention d'actionnaires. Il se trouve qu'il existe d'autres instruments (comme par exemple le prêt partiaire, ou encore le prêt mezzanine) qui sont parfaitement adaptés au financement de jeunes sociétés et pourtant encore délaissés par la pratique.

Nous terminerons par préciser que le financement de jeunes sociétés est et restera un nœud gordien, et ce peu importe l'environnement légal et/ou pratique dans lequel il prend place. Ceci s'explique par les attentes asymétriques et potentiellement conflictuelles des parties, qui sont, somme toute, intrinsèquement inhérentes au financement d'une jeune société. Admettre cet état de fait et se donner les moyens de le surmonter est en réalité le premier pas vers le succès.

1731