



Florence Guillaume / Frédéric Bétrisey*

La qualification des instruments financiers dans le cadre d'émissions internationales



Table des matières

- I. Introduction
- II. Les conditions d'application de l'article 156 LDIP
 1. Le contexte légal
 2. La notion d'émission publique de titres de participation et d'emprunt
 3. La compétence des tribunaux suisses pour une action en responsabilité liée à une émission internationale
 4. Le droit applicable à la responsabilité liée à une émission internationale
- III. L'application de l'article 156 LDIP au marché secondaire
- IV. La qualification des titres visés par l'article 156 LDIP
 1. Les exigences du droit suisse en matière de prospectus
 2. Les actions et obligations
 3. Les produits structurés
 4. Les parts de placements collectifs
- V. La notion d'offre publique au sens de l'article 156 LDIP
 1. L'offre au public et ses exemptions
 2. Les autres destinataires de l'offre
- VI. Conclusion

I. Introduction

La qualification des valeurs mobilières et des autres produits financiers faisant l'objet d'une émission internationale est une opération particulièrement épineuse. L'émission de telles valeurs, extrêmement courante sur les marchés financiers, intervient très souvent dans un contexte international, soit parce que l'émetteur est à la recherche d'un financement dans plusieurs pays, soit parce que le véhicule choisi pour procéder à l'émission a été établi à l'étranger – par exemple pour des raisons fiscales – quand bien même l'émission était dès le départ destinée au marché helvétique.

Le droit international privé suisse présente la particularité de prévoir à l'article 156 LDIP une disposition spéciale permettant de déterminer la loi applicable aux prétentions en responsabilité découlant d'une émission publique de titres¹. L'article 156 LDIP désigne le droit applicable aux prétentions en responsabilité des inves-

tisseurs lésés dans le cadre d'une émission internationale de titres de participation et d'emprunt en raison de l'inexactitude ou du caractère trompeur ou incomplet de prospectus, circulaires ou autres publications analogues. Cette disposition n'est toutefois applicable qu'en cas d'émission publique, sans que ce concept ne fasse l'objet d'une définition ni dans la LDIP ni dans d'autres normes de droit international privé. La notion d'émission publique doit par conséquent être précisée à la lumière de normes de droit interne, généralement à caractère réglementaire.

La présente contribution vise à faire le lien entre l'univers du droit international privé et celui du droit public économique. Après un rappel des conditions d'application de l'article 156 LDIP, les concepts de réglementation prudentielle auxquels il convient de se référer pour l'appréciation des conditions d'application de cette disposition dans le cadre d'offres internationales d'instruments financiers seront examinés plus en détail. Nous aborderons en particulier la portée de la distinction entre marchés primaire et secondaire sur l'application de l'article 156 LDIP, puis proposerons certains critères de délimitation pour les types de titres susceptibles d'entraîner l'application de cette disposition ainsi qu'une catégorisation des normes pertinentes régissant l'offre au public en droit suisse.

II. Les conditions d'application de l'article 156 LDIP

Bien que relevant du droit des marchés financiers², l'article 156 LDIP a été inséré dans le chapitre de la loi

* Florence Guillaume, professeur de droit privé et de droit international privé à l'Université de Neuchâtel/Frédéric Bétrisey, avocat, Baker & McKenzie, Genève.

¹ Une disposition inspirée de l'art. 156 LDIP figure également dans le droit international privé belge (art. 114 du Code de droit international privé; cf. Jean-Marc Gollier, *Droit international privé des émissions publiques de titres*, *Revue de droit commercial belge* 2005, 628–636). Pour un point de vue comparatiste, cf. HERBERT KRONKE, *Capital Markets and Conflict of Laws*, *Recueil des cours de l'académie de droit international* 286 (2000), 245–385 (spéc. 307–312).

² Du même avis: BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 3; KINGA MARIA KONDOROSY, *Die Prospekthaftung im internationalen Privatrecht*, thèse Zurich 1999, 238.

consacré aux sociétés. Peuvent être qualifiés de sociétés en droit international privé aussi bien les sociétés à proprement parler que les patrimoines organisés, comme des fonds de placement (art. 150 LDIP). Avant de préciser les conditions d'application de l'article 156 LDIP, nous rappellerons brièvement le contexte légal dans lequel s'inscrit cette disposition.

1. Le contexte légal

L'article 156 LDIP s'inscrit dans un contexte légal dont les éléments principaux sont les suivants:

Une société est en principe régie par le droit de l'Etat en vertu duquel elle s'est organisée conformément au système de l'incorporation (art. 154 al. 1 LDIP)³. Son siège est généralement situé dans le même Etat⁴. La *lex societatis* détermine l'organisation de la société (art. 155 let. e LDIP), soit en particulier le nombre et le type d'organes nécessaires ou utiles à la vie sociale, leurs tâches, l'étendue de leurs pouvoirs, ainsi que les droits et les devoirs des organes et des associés ou actionnaires. Cette même loi régit également les rapports internes, soit notamment les rapports entre la société et ses associés ou actionnaires (art. 155 let. f LDIP). Elle fixe toutes les prescriptions en relation avec les parts sociales, ainsi que les droits et obligations liés à leur détention.

En revanche, la *lex societatis* ne s'applique pas à l'acquisition d'une part sociale. La loi régissant cette question dépend de la forme de l'émission: en principe, la *lex rei sitae* s'agissant de papiers-valeurs (art. 100 LDIP), la loi choisie par les parties s'agissant de droits-valeurs (art. 145 LDIP), et la loi choisie par les parties à la convention de compte s'agissant de titres intermédiés (art. 108c LDIP⁵).

L'article 156 LDIP complète le système en prévoyant que le souscripteur lésé lors d'une émission publique de titres peut fonder sa prétention en responsabilité soit sur le droit applicable à l'émetteur (la *lex societatis*), soit sur le droit de l'Etat dans lequel a eu lieu l'émission (la *lex loci emissionis*). Peu importe que les dispositions du droit applicable désigné relèvent du droit privé ou du droit public (art. 13 LDIP). Si le droit désigné par l'article 156 LDIP contient des dispositions de droit public économique applicables à la responsabilité liée à l'émission publique considérée, celles-ci s'appliquent sans autre.

En outre, les dispositions de droit public économique peuvent être amenées à s'appliquer au nom de l'ordre public (art. 17 LDIP), généralement en qualité de lois

d'application immédiate (art. 18 et 19 LDIP)⁶. La portée exacte de ces dispositions doit être déterminée pour chacune d'entre elles: le simple fait qu'elles soient impératives ne permet pas de les qualifier sans autre de lois d'application immédiate à portée internationale. Les dispositifs réglementaires relatifs à l'émission ou à la négociation des titres, de même que ceux relatifs à la surveillance des marchés financiers figurant dans la loi de l'Etat dans lequel a lieu l'émission sont donc susceptibles de s'appliquer quelle que soit la loi désignée par l'article 156 LDIP. En particulier, la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (art. 155 ss LPCC)⁷ peut être invoquée quel que soit le droit applicable à la prétention en responsabilité.

2. La notion d'émission publique de titres de participation et d'emprunt

L'article 156 LDIP s'applique à la question particulière des prétentions en responsabilité dérivant d'une émission de titres de participation et d'emprunt effectuée par le biais de prospectus, circulaires ou autres publications analogues.

La notion d'émission de titres se réfère au mécanisme par lequel une société se procure un financement en fournissant des instruments financiers émis selon des termes standardisés et destinés à un certain nombre d'investisseurs. Une émission a en principe lieu à travers un processus de distribution, assuré par des intermédiaires (distributeurs; maisons d'émission) mandatés par l'émetteur en vue du placement des instruments émis auprès des souscripteurs potentiels. Ce processus peut également intervenir par le biais d'une cotation en bourse ou sur un autre marché organisé. Par sa nature même, l'émission est en principe effectuée sur le marché primaire⁸, également désigné par le terme «marché des émissions»⁹. L'émission suppose une prise ferme ou à la commission des titres qui en font l'objet. En cas de prise ferme, les maisons d'émission – lesquelles disposent en général du statut bancaire – s'engagent à souscrire pour compte propre tous les titres qu'elles ne pourraient placer auprès d'investisseurs. Dans un système de commission, elles s'engagent au contraire à procéder au placement moyennant une rémunération, sans engagement ferme.

³ ATF 117 II 494.

⁴ La notion de siège d'une société est définie à l'art. 21 al. 2 LDIP.

⁵ Cf. art. 4 al. 1 de la Convention de La Haye, du 5.7.2006, sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (RS 0.957.1; FF 2006, 8939).

⁶ Message, du 10.11.1982, concernant une loi fédérale sur le droit international privé (Message LDIP), FF 1983 I 255, n° 294.41; ANTON K. SCHNYDER, Corporate Governance und Internationales Wirtschaftsrecht, in: Kramer/Nobel/Waldburger (éd.), Festschrift für Peter Böckli, Zurich/Bâle/Genève 2006, 565–583 (spéc. 576–580).

⁷ Loi fédérale, du 23.6.2006, sur les placements collectifs de capitaux (LPCC; RS 951.31).

⁸ Voir ch. III, ci-après.

⁹ CR CO-Zufferey, Intro. art. 1156–1186 n° 4.

Seuls les titres de participation ou d'emprunt sont mentionnés à l'article 156 LDIP. Cette mention ne doit toutefois pas être interprétée de manière limitative¹⁰.

L'article 156 LDIP implique que l'émission de titres soit effectuée «par le biais de prospectus, circulaires ou autres publications analogues». Pour qu'une exigence de prospectus se concrétise, l'émission en question doit être publique, c'est-à-dire adressée à un cercle non limité de personnes, selon la conception traditionnelle¹¹. Cette notion de cercle limité, qui peut sembler à première lecture purement quantitative, doit à notre avis être complétée par des critères d'ordre qualitatif et précisée, au regard de la réglementation financière, selon le type d'instrument financier considéré. Certaines catégories d'investisseurs bénéficiant d'exemptions sous l'angle du droit financier ne doivent en effet pas être comptées parmi les destinataires lors de l'analyse du caractère public d'une offre de produits financiers¹².

3. La compétence des tribunaux suisses pour une action en responsabilité liée à une émission internationale

L'application de l'article 156 LDIP suppose que les tribunaux suisses soient compétents pour juger d'une prétention en responsabilité liée à une émission publique de titres de participation ou d'emprunt.

La LDIP prévoit que les tribunaux suisses sont compétents dans trois hypothèses: lorsque l'émetteur a son siège en Suisse (art. 151 al. 1 LDIP), lorsque les personnes responsables de l'émission ont leur domicile – ou à défaut de domicile, leur résidence habituelle – en Suisse (art. 151 al. 2 LDIP), et lorsque l'émission a eu lieu en Suisse (art. 151 al. 3 LDIP). Ce dernier for au lieu de l'émission est impératif, ce qui signifie qu'il est ouvert même en cas de prorogation de compétence en faveur d'un autre tribunal.

Il ressort de ces dispositions que les personnes responsables d'une émission publique effectuée en Suisse peuvent être atraites devant les tribunaux suisses du lieu de l'émission même lorsque l'émetteur a son siège à l'étranger et que ces personnes ont leur domicile à l'étranger. Lorsque plusieurs intermédiaires ont participé à une émission, il convient de considérer qu'il y a un lieu d'émission au siège en Suisse de chacun d'entre eux¹³.

Lorsque le défendeur est domicilié sur le territoire d'un Etat partie de la Convention de Lugano¹⁴, une action en responsabilité liée à une émission internationale peut être introduite au lieu de l'émission, en tant que lieu de l'acte illicite, ou au lieu du domicile de l'investisseur lésé, en tant que lieu de survenance du dommage (art. 5 ch. 3 CL)¹⁵. Une telle action sera en effet vraisemblablement qualifiée de matière délictuelle au sens de la Convention de Lugano, vu la portée très large de cette notion dans le cadre de l'application de cette Convention¹⁶. Une action en responsabilité liée à une émission ne peut cependant être introduite à l'un de ces deux fors que si le défendeur n'est pas domicilié dans l'Etat où l'émission a été effectuée. Sinon, l'action doit être intentée devant le for du domicile de ce dernier (art. 2 par. 1 CL)¹⁷. Lorsqu'une émission est effectuée en Suisse par un émetteur dont le siège est situé à l'étranger, l'action en responsabilité peut par conséquent être intentée en Suisse contre les personnes responsables non seulement lorsqu'elles sont domiciliées en Suisse¹⁸, mais également lorsqu'elles sont domiciliées à l'étranger¹⁹.

En outre, lorsque l'émission a été effectuée en Suisse par la succursale d'un intermédiaire financier étranger, l'action en responsabilité peut être déposée contre l'intermédiaire devant les tribunaux suisses du lieu où se trouve cet établissement. Ce for doit être fondé sur l'article 5 chiffre 5 CL lorsque l'intermédiaire a son domicile – autrement dit son siège statutaire, son administration centrale ou son principal établissement (art. 60 par. 1 CL) – sur le territoire d'un autre Etat partie de la Convention de Lugano. A défaut, il peut à notre avis être fondé sur l'article 129 alinéa 1 LDIP.

4. Le droit applicable à la responsabilité liée à une émission internationale

L'article 156 LDIP s'applique uniquement lorsque l'émission est internationale, ce qui suppose que l'émetteur ne soit pas régi par la même loi que celle de l'Etat d'émission. Il aura d'ailleurs en principe son siège dans

¹⁰ Voir ch. IV, ci-après.

¹¹ BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 22.

¹² Voir ch. V, ci-après.

¹³ BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 15 s.; HANSJÜRGEN APPENZELLER/STEFAN WALLER, Haftungsrisiken beim IPO und ihre Minimierung aus Sicht der Gesellschaft, GesKR 2007, 256–272 (spéc. 259).

¹⁴ Convention de Lugano, du 30.10.2007, concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale (CL; RS 275.11). Sont (ou seront) parties à cette Convention les Etats membres de l'Union européenne, le Danemark, l'Islande, la Norvège et la Suisse.

¹⁵ KONDOROSY (note 2), 93–99.

¹⁶ Selon la jurisprudence de la CJCE, le for de l'art. 5 ch. 3 CL est ouvert pour toute action en responsabilité n'ayant pas un fondement contractuel et n'entrant par conséquent pas dans le champ d'application de l'art. 5 ch. 1 CL (voir par ex. CJCE 27.09.1988, 198/87, Kalfelis, Rec. 1988, 5565).

¹⁷ Le for de l'art. 22 ch. 2 CL (anc. art. 16 ch. 2 CL) ne peut à notre avis pas être invoqué pour une action en responsabilité liée à une émission.

¹⁸ Au for de leur domicile (art. 2 par. 1 CL; art. 151 al. 2 LDIP).

¹⁹ Si elles sont domiciliées dans un Etat partie de la Convention de Lugano, au for du lieu de l'émission ou à celui du domicile de l'investisseur lésé (art. 5 ch. 3 CL); sinon, au for du lieu de l'émission (art. 151 al. 3 LDIP).

un autre Etat²⁰. Cette disposition trouvera ainsi application lorsqu'une société suisse émet des titres à l'étranger. Dans ce cadre, elle a pour effet que l'émetteur doit respecter les dispositions du droit suisse relatives à la responsabilité en cas d'émission publique en plus de celles du droit du lieu où l'émission est effectuée²¹. Il y a en effet un risque que le droit suisse soit invoqué par un investisseur lésé (au titre de *lex societatis*) devant un tribunal suisse en application de l'article 156 LDIP. Pour autant, les questions de qualification qui font l'objet de la présente contribution se poseront plutôt dans l'hypothèse inverse, à savoir l'émission en Suisse de valeurs mobilières par une société étrangère.

Lorsque les tribunaux suisses sont compétents pour juger des prétentions en responsabilité intentées en rapport avec des titres émis par une société étrangère en Suisse, ils pourront être amenés à appliquer le droit étranger régissant la société ou le droit suisse. Le choix entre ces deux droits appartient à l'investisseur lésé, lequel choisira le droit qui lui est le plus favorable²². Ce rattachement alternatif se justifie notamment par le souci de protéger les personnes investissant sur un marché²³. Toutefois, si les titres en question ont été émis par une société étrangère dans plusieurs Etats simultanément, le demandeur doit avoir acquis les titres en Suisse pour pouvoir invoquer le droit suisse. A notre avis, un investisseur ne peut invoquer le droit de l'Etat d'émission que s'il a acquis ses titres dans cet Etat²⁴. Le droit suisse ne peut, par exemple, pas être invoqué par un investisseur qui a acquis à l'étranger des titres émis par une société étrangère également offerts au public en Suisse.

Peu importe la qualification dans le droit applicable des dispositions régissant la responsabilité en cas d'émission publique: elles peuvent relever aussi bien du droit des sociétés, du droit délictuel, ou même du droit des marchés financiers²⁵. En revanche, l'article 156 LDIP ne s'applique pas aux prétentions en responsabilité de na-

ture contractuelle, notamment celles que l'investisseur lésé peut avoir à l'égard de son intermédiaire²⁶.

L'article 156 LDIP permet uniquement de déterminer le droit applicable – suisse ou étranger – aux prétentions en responsabilité découlant d'une émission publique. Cette disposition ne désigne pas la loi applicable à l'émission, et en particulier aux exigences relatives au prospectus. Ces questions doivent être rattachées de manière indépendante en fonction de la portée propre – interne ou internationale – des diverses dispositions applicables aux émissions publiques de titres²⁷. Elles seront cependant en principe régies par la même loi que celle applicable à la responsabilité²⁸.

III. L'application de l'article 156 LDIP au marché secondaire

Si l'article 156 LDIP est indubitablement applicable au marché primaire, la question se pose de son éventuelle application au marché secondaire, à savoir le marché sur lequel ont lieu les transactions d'échange entre les souscripteurs initiaux – soit ceux qui ont acquis les titres au moment de leur émission – et les investisseurs ultérieurs²⁹.

En première analyse, on serait tenté de répondre à cette question par l'affirmative, en considérant que le besoin de protection des investisseurs est analogue dans le contexte d'une émission primaire à celui d'une offre effectuée sur le marché secondaire. Cette appréciation doit être immédiatement nuancée. En effet, l'investisseur ou l'intermédiaire financier qui a acquis les titres sur le marché primaire et qui les propose à des tiers sur le marché secondaire n'est généralement plus en mesure d'influencer le contenu de la documentation accompagnant l'offre initiale. Si l'on étendait purement et simplement l'application de l'article 156 LDIP au marché secondaire, cela reviendrait pratiquement à contraindre le souscripteur initial de titres émis par une société étrangère en Suisse (voire tout investisseur ultérieur) à vérifier lui-même que les exigences du droit suisse en matière de prospectus ont aussi été prises en compte dans le cadre de l'émission. A défaut, il serait recommandable à cet investisseur de renoncer à aliéner des titres qui auraient été acquis sur la base d'un prospectus par hypothèse incomplet. L'extension systématique au

²⁰ Cf. BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 13–20; KONDOROSY (note 2), 11.

²¹ ANTON K. SCHNYDER/LUKAS BOPP, Kollisionsrechtliche Anknüpfung von Prospektpflicht und Prospekthaftung als Fragestellung des Internationalen Kapitalmarktsrechts, in: von der Crone/Forstmoser/Weber/Zäch (éd.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktsrechts, Festschrift für Dieter Zobl, Zurich/Bâle/Genève 2004, 391–405 (spéc. 404).

²² ATF 129 III 71, cons. 2.2; BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 30 s.; ZK IPRG-VISCHER, art. 156 n° 5; KONDOROSY (note 2), 249–269.

²³ Message LDIP (note 6), n° 294.41.

²⁴ Du même avis: BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 30; SCHNYDER (note 6), 580.

²⁵ Du même avis: BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 3; ZK IPRG-VISCHER, art. 156 n° 2; SCHNYDER (note 6), 580; KONDOROSY (note 2), 237; CARSTEN THOMAS EBENROTH/ULRICH MESSER, Das Gesellschaftsrecht im neuen schweizerischen IPRG, RDS 1989, 49–106 (spéc. 77–80).

²⁶ Du même avis: BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 10. Le Tribunal fédéral a précisé que l'art. 156 LDIP ne s'applique pas pour déterminer le droit applicable à une action en responsabilité des obligataires contre le représentant, en raison de sa nature contractuelle (ATF 129 III 71, cons. 3).

²⁷ Cf. SCHNYDER/BOPP (note 21), 399–402.

²⁸ BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 31; APPENZELLER/WALLER (note 13), 259.

²⁹ Cf. CR CO-ZUFFEREY, Intro. art. 1156–1186 n° 5.

marché secondaire restreindrait ainsi considérablement la liberté économique de l'investisseur.

Sans exclure *a priori* l'application de l'article 156 LDIP au marché secondaire, il convient, à notre sens, de tenir compte des éléments suivants:

La distinction entre marchés primaire et secondaire n'est pas toujours aisée à opérer. Ainsi, les titres sont fréquemment vendus en Suisse sur le marché gris, terme qui désigne le marché secondaire mis en œuvre avant même que la période de souscription initiale n'ait formellement pris fin³⁰. Dans ce contexte, des investisseurs «primaires» commenceront à revendre à des investisseurs tiers les titres préalablement acquis, alors même que le marché primaire *stricto sensu* bat encore son plein. A notre avis, ces transactions de marché gris, quand bien même elles ressortissent techniquement au marché secondaire, devraient être également soumises à l'article 156 LDIP, pour des raisons d'égalité de traitement entre investisseurs.

Les émissions dites secondaires³¹, qui consistent dans la mise sur le marché, par le biais d'une offre publique ou d'un placement privé, de paquets de titres préalablement détenus par un actionnaire important ou un groupe d'actionnaires, présentent des caractéristiques similaires aux émissions conduites sur le marché primaire. Ces émissions secondaires peuvent également, à notre sens, susciter l'application de l'article 156 LDIP. Il en va de même des offres publiques d'acquisition, lesquelles, sauf dérogation, doivent être accompagnées d'un prospectus³².

La distinction entre marchés primaire et secondaire prend de surcroît un relief particulier dans l'appréciation du caractère public ou privé d'une sollicitation d'investisseurs³³. Si l'article 156 LDIP n'était généralement pas applicable sur le marché secondaire, les distributeurs suisses impliqués pourraient être tentés de prendre très temporairement «dans leurs livres», de manière quasiment factice (sans engagement de prise ferme), les produits qui font l'objet du placement avant de les revendre formellement à des tiers investisseurs. Certes, techniquement, le placement auprès des investisseurs initialement visés aurait alors lieu sur le marché secondaire, mais écarter, pour ce motif, l'application de l'article 156 LDIP confinerait à l'abus de droit.

Au vu de ce qui précède, il faut à notre avis conclure que l'article 156 LDIP, qui s'applique essentiellement sur le marché primaire, peut néanmoins trouver application sur le marché secondaire, d'une part dans les cas où l'offre intervenant sur le marché secondaire s'apparente à une émission (par exemple dans le cadre de transactions de marché gris, d'émissions secondaires ou d'offres publiques d'acquisition) et, d'autre part, dans l'hypothèse où le fait d'invoquer que le placement est intervenu techniquement sur le marché secondaire s'apparenterait à un abus de droit.

IV. La qualification des titres visés par l'article 156 LDIP

Pour étudier le champ d'application de l'article 156 LDIP, il est utile d'identifier les normes instituant, en droit interne, une obligation de publier un prospectus (ou toute documentation analogue) ou imposant à celui qui diffuse un prospectus d'en assurer la conformité avec le droit suisse. Ce processus préalable permet de préciser non seulement les différentes catégories d'instruments financiers dont l'émission peut entraîner l'application de l'article 156 LDIP, mais également, ainsi qu'on va le voir, la notion d'offre publique, dont l'existence conditionne l'applicabilité de l'article 156 LDIP.

1. Les exigences du droit suisse en matière de prospectus

Le droit interne pose des exigences en matière de prospectus respectivement applicables à quatre types de produits (actions, obligations, produits structurés et placements collectifs de capitaux), avec pour point commun le fait que ces exigences n'entrent en considération que si les produits concernés sont offerts au public³⁴.

Les prospectus requis en cas d'émission de nouvelles actions doivent observer les règles prévues par l'article 652a CO, alors que celle d'obligations est sujette aux dispositions de l'article 1156 CO, lequel renvoie d'ailleurs à l'article 652a CO s'agissant du contenu minimal du prospectus. Par ailleurs, si les émetteurs de produits dérivés non cotés ne sont en principe pas sou-

³⁰ Cf. CR CO-ZUFFEREY, *INTRO.* art. 1156–1186 n° 6; ALEXANDER WYSS, *Verhaltensregeln für Effektenhändler*, thèse Saint-Gall 2000, 14.

³¹ «*Secondary placements*»; cf. BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 12; WYSS (note 30), 15.

³² Cf. art. 24 de la Loi fédérale, du 24.3.1995, sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (LBVM; RS 954.1).

³³ Les distributeurs désignés et autres agents de placements intervenant dans le cadre d'une émission internationale chercheront généralement à éviter que leurs offres dans les différents pays concernés soient qualifiées d'offres publiques, car le caractère public entraîne en principe l'obligation de respecter des règles en matière de contenu du prospectus (voir ch. V, ci-après).

³⁴ Nous ne traitons pas ici des règles applicables à la cotation auprès de la bourse suisse, étant précisé que la cotation en bourse d'actions nouvellement émises, du fait de son caractère public, obligera l'émetteur à intégrer les informations requises par les normes légales régissant le contenu des prospectus; *a contrario*, des valeurs mobilières n'auront pas besoin d'être cotées auprès d'une bourse pour que leur placement auprès d'investisseurs suisses soit caractérisé d'offre publique. Notons aussi que le renvoi au droit suisse qui peut découler de l'application de l'art. 156 LDIP engloberait également les exigences applicables au prospectus de cotation (cf. BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 20).

mis à l'obligation de publier un prospectus³⁵, une sous-catégorie d'instruments financiers dérivés, les produits structurés au sens de l'article 5 alinéa 1 LPCC, ne peut être proposée au public qu'avec le support d'un prospectus simplifié conforme à la LPCC et ses dispositions d'application³⁶. Enfin, les placements collectifs de capitaux suisses et étrangers doivent en principe publier un prospectus conforme au droit suisse pour obtenir de la FINMA une autorisation de distribution publique³⁷.

Notre propos n'est pas d'analyser ici dans le détail les exigences de prospectus applicables en droit interne³⁸. La catégorisation des produits financiers soumis aux diverses normes régissant l'émission d'un prospectus est utile, cependant, aux fins d'identifier quelle est la norme précisant le concept d'offre publique applicable au sens de l'article 156 LDIP. Cette catégorisation facilite aussi le processus de délimitation entre les instruments financiers considérés comme des titres de participation ou d'emprunt classiques par rapport aux produits structurés et aux placements collectifs de capitaux, pour lesquels des exigences prudentielles, notamment – mais pas uniquement – en matière de contenu du prospectus, offrent aux investisseurs une protection additionnelle de droit public économique.

2. Les actions et obligations

La portée de l'article 156 LDIP est en principe limitée aux titres de participation ou d'emprunt, bien que ces notions ne doivent pas être interprétées de manière limitative³⁹.

Dans la première catégorie, on range traditionnellement les actions et autres titres donnant droit à une participation au capital de l'émetteur, ainsi qu'aux dividendes produits par l'activité de l'entreprise, voire à certains droits sociaux, selon que l'on considère séparément les

actions, les bons de participation⁴⁰ et les bons de jouissance⁴¹.

La notion de titres d'emprunt couvre un spectre plus étendu de produits financiers. La jurisprudence considère qu'un emprunt par obligations est un prêt d'un montant élevé, divisé en tranches émises à des conditions uniformes, sur la base desquelles l'émetteur conclut des contrats particuliers et indépendants avec de nombreux prêteurs⁴². Tout comme les actions et certaines catégories de produits structurés, les obligations visent donc à obtenir un financement de la part d'un certain nombre d'investisseurs. Elles pourront s'accompagner de droits de conversion ou d'option rendant parfois leur délimitation délicate par rapport aux produits structurés⁴³.

Tant les actions que les obligations, si elles sont émises sous forme de papiers-valeurs ou droits-valeurs standardisés et qu'elles sont susceptibles d'être diffusées en grand nombre sur les marchés, constituent des valeurs mobilières au sens de la LBVM⁴⁴. Les articles 752 et 1156 alinéa 3 CO régissent respectivement les actions en responsabilité découlant du non-respect des exigences applicables aux prospectus accompagnant les émissions d'actions et d'obligations⁴⁵. Cependant, la possibilité d'invoquer le droit suisse dans le cadre d'une action se rapportant à l'acquisition de titres de participation dans une société étrangère en se fondant sur l'article 752 CO est sujette à controverse⁴⁶.

3. Les produits structurés

Jusqu'à l'entrée en vigueur relativement récente de la LPCC et l'introduction correspondante d'un régime spécial applicable à l'émission publique de produits structurés, ces produits – ou à tout le moins certains d'entre eux – étaient assimilés en doctrine à des obligations. Ils étaient dès lors généralement soumis aux exigences de publication d'un prospectus prévues à l'article 1156 CO⁴⁷. L'application de cette disposition aux

³⁵ Sauf dans le contexte d'un négociant qui émettrait des dérivés standardisés par le biais d'une offre publique. Un tel processus mené par un émetteur qui ne disposerait pas du statut bancaire pourrait constituer une acceptation illicite de dépôts du public s'il n'était pas accompagné d'un prospectus conforme à l'art. 1156 CO. A ce sujet, voir art. 3a al. 3 let. b de l'Ordonnance, du 17.5.1972, sur les banques et les caisses d'épargne (OB; RS 952.02), ainsi que FRANCA CONTRATTO, *Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht*, Zurich/Bâle/Genève 2006, 277.

³⁶ Cf. art. 5 al. 1 let. b et al. 2–4 LPCC, en lien avec l'art. 4 al. 2–4 de l'Ordonnance, du 22.11.2006, sur les placements collectifs de capitaux (OPCC, RS 951.311).

³⁷ Cf. art. 75 ss LPCC, en lien avec les art. 85, 106, 107 et 133 OPCC, et l'annexe 1 OPCC.

³⁸ Pour plus de précisions, cf. ATF 129 III 71, cons. 2; MIRJAM EGGEN, *Die schweizerische Prospektpflicht für Effekten – eine rechtsvergleichende Untersuchung der bestehenden Rechtslage*, RSDA 2010, 203–215; CARLO LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, 2^{me} éd., Zurich/Bâle/Genève 2008, 660–670; SCHNYDER/BOPP (note 21), 391–405; ALOIS RIMLE, *Recht des schweizerischen Finanzmarktes*, Zurich/Bâle/Genève 2004, 227–247.

³⁹ Voir ch. 3 et 4, ci-après.

⁴⁰ Cf. art. 656a CO.

⁴¹ Cf. art. 657 CO; ZK IPRG-VISCHER, art. 156 n° 11.

⁴² Cf. notamment SJ 1997 108, cons. 5a, et les références citées.

⁴³ Cf. à ce sujet le critère de distinction fondé sur le comportement actif du souscripteur d'obligations, par rapport à l'automaticité induite par le produit structuré, développé in: SILVIO HUTTERLI, *Strukturierte Produkte, Ausgestaltung, Emission und Handel aus rechtlicher Sicht*, thèse Saint-Gall 2008, 81.

⁴⁴ Cf. art. 2 let. a LBVM.

⁴⁵ Pour les cas d'applications de ces deux dispositions, voir ATF 129 III 71, cons. 2.3.

⁴⁶ La question n'a pas été tranchée par la jurisprudence. La doctrine est divisée sur le sujet, certains auteurs contestant l'applicabilité de l'art. 652a CO à l'émission d'actions d'une société étrangère, d'autres ne l'excluant pas, au motif que cette disposition pose une exigence de prospectus applicable quel que soit l'Etat dans lequel l'émetteur a son siège (cf. à ce sujet, SCHNYDER/BOPP (note 21), 399 s.).

⁴⁷ Les certificats, sous-catégorie de produits structurés qui n'ont pas de valeur nominale, faisaient toutefois exception à cette assimilation aux obligations régies par les art. 1152 ss CO; cf. à ce sujet

produits structurés ayant été expressément exclue par le législateur (art. 5 al. 4 LPCC), la documentation accompagnant l'offre publique de tels produits devra satisfaire aux exigences posées par l'article 5 alinéas 2 et 3 LPCC et l'article 4 alinéas 2 et 3 OPCC⁴⁸. Cette nouveauté législative a eu pour effet de soumettre exclusivement au droit public économique, en l'occurrence la LPCC et ses dispositions d'application, les exigences de prospectus que doit remplir l'offre publique de produits structurés, que celle-ci intervienne en Suisse ou depuis la Suisse.

Définir ce qu'est un produit structuré n'est pas chose aisée et le législateur a sciemment renoncé à une définition précise. On se risquera ici à considérer qu'un produit structuré est un titre de créance, portant sur un placement à terme fixe ou d'une durée illimitée, qui combine au minimum deux instruments financiers (dont au moins un dérivé), et dont la valeur de remboursement dépend de l'évolution d'un ou plusieurs actifs sous-jacents⁴⁹. Pour être assujéti à l'article 5 LPCC, un produit structuré doit être destiné à un certain nombre d'investisseurs et émis selon des termes standardisés⁵⁰.

Alors qu'il a exclu de manière générale l'application de la LPCC aux produits structurés⁵¹, le législateur n'a pas introduit simultanément avec ces nouvelles exigences de prospectus une norme destinée à régir les actions en responsabilité découlant de la violation de l'article 5 LPCC. La doctrine assimile donc les produits structurés aux «autres titres» visés à l'article 752 CO, de sorte que les prétentions en responsabilité que des investisseurs lésés souhaiteraient faire valoir contre des émetteurs suisses de produits structurés seraient en principe régies par cette disposition⁵². Cela implique évidemment que l'émetteur en question soit une banque (l'art. 752 CO étant applicable par renvoi de l'art. 39 LB⁵³) ou tout ou moins une société anonyme de droit suisse. Si l'émetteur, comme ce sera souvent le cas, est domicilié à l'étranger, l'investisseur qui désire soumettre au droit suisse son action en dommages-intérêts devra invoquer la responsabilité fondée sur la confiance⁵⁴.

FRANÇOIS RAYROUX, Les produits structurés, in: Thévenoz/Bovet (éd.), Journée 2005 de droit bancaire et financier, Zurich/Bâle/Genève 2006, 39–62 (spéc. 50).

⁴⁸ Ces dispositions sont complétées par celles des Directives ASB, de juillet 2007, concernant l'information des investisseurs sur les produits structurés, qui ont reçu l'agrément de la FINMA et ont donc force obligatoire.

⁴⁹ Cf. notamment les définitions proposées in: HUTTERLI (note 43), 35 s.; RAYROUX (note 47), 46.

⁵⁰ Cf. BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, art. 5 n° 12.

⁵¹ Cf. art. 5 al. 5 LPCC.

⁵² Cf. HUTTERLI (note 43), 206–208; CONTRATTO (note 35), 331; FRANZ HASENBÖHLER ET AL., Recht der Kollektiven Kapitalanlagen: unter Berücksichtigung steuerrechtlicher Aspekte, Zurich 2007, 218; BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, art. 5 n° 78–88.

⁵³ Loi fédérale, du 8.11.1934, sur les banques et les caisses d'épargne (LB; RS 952.0).

⁵⁴ HUTTERLI (note 43), 211–214.

4. Les parts de placements collectifs

Les parts de placements collectifs de capitaux se distinguent des autres titres visés à l'article 156 LDIP en ce sens que non seulement des exigences de publication et de contenu détaillé d'un prospectus leur sont applicables⁵⁵, mais également parce que le placement collectif lui-même, ainsi que, généralement, les organismes responsables de l'administration, de la gestion et de la distribution de ces produits financiers doivent obtenir une autorisation préalable de la FINMA⁵⁶, à la surveillance de laquelle ils sont soumis. Si ces exigences s'imposent, depuis l'entrée en vigueur de la LPCC, à tout placement collectif de capitaux établi en Suisse, elles ne sont applicables aux placements collectifs étrangers qu'en cas d'offre publique⁵⁷.

Cette condition d'appel au public détermine également l'éventuelle application de l'article 156 LDIP aux placements collectifs de capitaux⁵⁸. Toutefois, étant donné les diverses formes que peuvent adopter les placements collectifs suisses et étrangers (fonds de placement purement contractuel, SICAV, SICAF, société en commandite de placements collectifs, etc.), une part de placement collectif ne constituera pas nécessairement un titre de participation assimilable à une action. Ainsi un porteur de part d'un fonds de placement ne disposera-t-il que d'une créance au titre du contrat de fonds de placement conclu avec la direction du fonds concerné, créance qui ne répondra pas non plus à la qualification de titre d'emprunt. Faut-il pour autant conclure que l'article 156 LDIP ne sera applicable qu'aux parts de placements collectifs ayant adopté une structure corporative ? La question n'a pas été tranchée par la jurisprudence, mais on peut considérer, dans le cas d'un placement collectif étranger, que si les normes applicables dans le pays d'origine du placement collectif sont plus favorables à l'investisseur que celles du droit suisse, l'article 156 LDIP devrait lui permettre de fonder son action sur le droit étranger⁵⁹.

Les placements collectifs de capitaux sont des apports constitués par des investisseurs pour être administrés en commun pour le compte de ces derniers et dans le cadre desquels les besoins des investisseurs sont satisfaits à des conditions égales⁶⁰. Il s'agit donc de patrimoines organisés, ouverts ou fermés⁶¹, dont la forme juridique peut être contractuelle (fonds de placement contractuel (art. 25 ss LPCC)) ou commerciale (société d'investis-

⁵⁵ Cf. art. 75 LPCC, applicable aux fonds de placement contractuels et aux SICAVs. A notre sens, même si la SICAV est organisée sous forme de société anonyme, l'art. 652a CO ne sera pas applicable, faute de renvoi par la LPCC.

⁵⁶ Cf. art. 13 LPCC.

⁵⁷ Cf. art. 120 al. 1 LPCC.

⁵⁸ Voir ch. II.2, ci-dessus.

⁵⁹ A ce sujet, cf. BSK IPRG-WATTER, art. 156 n° 27.

⁶⁰ Cf. art. 7 al. 1 LPCC.

⁶¹ Cf. art. 7 al. 2 LPCC.

sement à capital variable ou SICAV (art. 36 ss LPCC); société d'investissement à capital fixe ou SICAF (art. 110 ss LPCC), ou société en commandite de placements collectifs (art. 98 ss LPCC)). La distinction entre formes contractuelle et corporative se retrouve également dans la définition des placements collectifs étrangers⁶². Un placement collectif est dit ouvert s'il a une forme contractuelle ou si, en cas de forme commerciale, les investisseurs ont le droit de demander périodiquement le remboursement de leurs parts à la valeur nette d'inventaire (c'est-à-dire une valeur correspondant à la part que leur investissement représente proportionnellement à la fortune globale nette du placement collectif en question). Dans le cas contraire, le placement collectif est dit «fermé»⁶³.

Les prétentions en responsabilité contre les organes des placements collectifs sont en principe régies par les articles 145 et 146 LPCC, sous réserve d'un renvoi aux dispositions de l'article 752 CO s'agissant des dirigeants d'une SICAV ou d'une SICAF, ces formes particulières de placements collectifs étant partiellement soumises aux dispositions du CO régissant la société anonyme. Ce renvoi doit, à notre sens, être restreint aux matières qui ne relèveraient pas des articles 145 et 146 LPCC, pour des raisons d'égalité de traitement avec les organes d'autres types de placements collectifs⁶⁴. Les actions concernant les placements collectifs étrangers autorisés à la distribution publique en Suisse doivent être dirigées contre le représentant en Suisse du placement concerné⁶⁵.

V. La notion d'offre publique au sens de l'article 156 LDIP

S'il réussit l'exploit de caractériser correctement l'instrument financier dont l'émission en Suisse ou depuis la Suisse est considérée, le praticien doit encore vérifier si l'offre envisagée présente ou non un caractère public pour pouvoir conclure à l'éventuelle application de l'article 156 LDIP. La notion d'offre publique devra être examinée sous l'angle de la réglementation applicable aux offres de valeurs mobilières si les instruments financiers dont l'émission fait problème sont des actions ou des obligations⁶⁶, alors que l'offre de produits structurés ou de placements collectifs de capitaux sera analysée selon les règles de la LPCC définissant l'appel au public⁶⁷.

La doctrine internationaliste se contente généralement de considérer que l'offre est publique si elle n'est pas adressée à un cercle limité de personnes. A notre avis, cette question mérite une étude plus approfondie. En effet, la notion d'offre publique a été précisée par la FINMA. Cette notion a même été directement traitée par le législateur en matière de placements collectifs⁶⁸.

1. L'offre au public et ses exemptions

Une offre ne sera en principe pas publique si elle ne s'adresse qu'à certaines catégories d'investisseurs. Aussi bien pour l'offre de valeurs mobilières qu'en ce qui concerne l'appel au public au sens de la LPCC, les normes interprétatives élaborées par la FINMA, ainsi que les dispositions pertinentes de la LPCC⁶⁹ ont pour effet d'exclure du cercle des destinataires déterminants de l'offre certaines catégories d'investisseurs. En d'autres termes, les offres exclusivement adressées à de tels destinataires constitueront des placements privés⁷⁰, de sorte que l'émission de titres dans ce contexte ne sera pas soumise à l'article 156 LDIP.

Si notre propos n'est pas de traiter ici de manière exhaustive des conditions que doit observer une émission pour constituer un placement privé, il est important de noter que les définitions respectives de l'offre publique au sens de la LBVM et de la LPCC ne se recoupent que partiellement et que des divergences subsistent. Il est par conséquent important de qualifier correctement le titre objet de l'émission, car cette qualification sera essentielle pour déterminer si l'offre en question doit ou non être considérée comme publique selon celle des deux lois précitées qui s'avère applicable au titre en question. Cela étant, indépendamment du type de titres émis, il n'y aura pas d'offre publique si l'émission est circonscrite aux intermédiaires financiers assujettis à une surveillance étatique⁷¹ – ce qui inclut notamment les banques, les négociants en valeurs mobilières et les compagnies d'assurance – et aux investisseurs institutionnels (entreprises commerciales ou industrielles et corporations de droit public) dont la trésorerie est gérée

⁶² Cf. art. 119 LPCC.

⁶³ Cf. art. 9 al. 2 LPCC pour les placements collectifs suisses et art. 119 al. 2 LPCC pour les placements collectifs étrangers.

⁶⁴ Du même avis: HASENBÖHLER ET AL. (note 52), 240 s.

⁶⁵ Cf. art. 145 al. 1 let. g LPCC.

⁶⁶ Voir ch. IV.2, ci-dessus.

⁶⁷ Cf. art. 3 LPCC. Cette disposition est applicable aux produits structurés par le biais du renvoi de l'art. 3 al. 3 OPCC (à ce sujet, cf. BSK KAG-BISCHOF/LAMPRECHT/SCHWOB, art. 5 n° 27–29).

⁶⁸ Cf. art. 3 LPCC.

⁶⁹ Cf. ch. 14–16 Circulaire FINMA 08/5, du 20.11.2008, Commentaires du terme de négociant en valeurs mobilières, en relation avec l'art. 3 al. 6–7 de l'Ordonnance, du 2.12.1996, sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (OBVM; RS 954.11); Circulaire FINMA 08/8, du 20.11.2008, Appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux, ainsi que l'art. 3 LPCC.

⁷⁰ Pour autant que l'offre ne soit pas effectuée à l'usage de publicité ou d'autres moyens analogues (voir paragraphe suivant).

⁷¹ Cf. art. 3 al. 6 let. a et al. 7 OBVM et ch. 15 Circulaire FINMA 08/5, du 20.11.2008, Commentaires du terme de négociant en valeurs mobilières s'agissant de l'offre de valeurs mobilières, et art. 3 et 10 al. 3 let. a-c LPCC, en ce qui concerne l'offre de produits structurés et de placements collectifs de capitaux.

à titre professionnel⁷². Pour être reconnu comme gérant sa trésorerie à titre professionnel, un investisseur institutionnel doit démontrer qu'il affecte au moins une personne expérimentée, ayant des qualifications dans le domaine financier, principalement et de façon constante, à la gestion de ses moyens financiers⁷³. Par ailleurs, le caractère de placement privé supposera en toute hypothèse que l'offrant ne fasse pas usage de moyens publicitaires et restreigne ses méthodes promotionnelles à celles en usage sur le marché institutionnel. Enfin, on notera que l'investisseur manifestant le désir de souscrire à une émission sans avoir été sollicité au préalable ne sera pas compté au nombre des destinataires de l'offre.

Parmi les divergences entre les notions d'offre au public respectivement définies dans la LPCC et la LBVM, on notera que les intermédiaires financiers assujettis à surveillance étatique au sens de la LBVM n'incluent pas les gérants de fortune professionnels, quand bien même cette catégorie entre, à certaines conditions, dans le cercle des investisseurs qualifiés selon la LPCC⁷⁴. Les particuliers fortunés⁷⁵ figurent également au nombre des investisseurs qualifiés selon la LPCC, mais ils ne sont pas pris en compte dans le cadre de l'exemption édictée par la FINMA au titre de la LBVM. On peut d'ailleurs s'interroger sur les raisons pour lesquelles ces investisseurs ne pourraient pas bénéficier d'une telle exemption au sens de la LBVM, tant il est vrai que la complexité et le profil de risque des instruments soumis à la LPCC sont souvent au moins aussi significatifs que les risques inhérents aux actions et obligations classiques. En tout état de cause, avant de solliciter des gérants de fortune ou des particuliers, même fortunés, dans le cadre d'une nouvelle émission, il faudra s'assurer de la qualification du titre objet de l'émission si l'on souhaite demeurer dans le cadre d'un placement privé.

Certains auteurs excluent également de la notion d'offre publique les contacts intervenant dans le cadre d'une relation qualifiée avec l'intermédiaire responsable du placement des titres concernés⁷⁶. Ce raisonnement pré-suppose que l'ordre juridique ne doit protéger les investisseurs que dans la mesure où ils font l'objet d'un véritable démarchage. Cette exception vaudrait par exemple lorsque les titres en question sont placés dans des portefeuilles de clients du distributeur gérés au titre d'un mandat de gestion discrétionnaire. Elle repose sur la constatation que le client concerné, en cas de dommage résultant de l'acquisition de ces titres, dispose d'une action contre son gérant de fortune en responsabilité contractuelle (fondée sur le droit du mandat). Cette action se substituera avantageusement à la prétention éventuelle contre les auteurs et intermédiaires ayant contribué à la diffusion du prospectus. Une telle extension du concept de placement privé nous paraît soutenable, même si elle ne dispose d'une base légale que dans le cadre de la LPCC⁷⁷.

Pour déterminer si l'article 156 LDIP est applicable, le praticien pourra donc d'emblée exclure les destinataires de l'offre qui tomberaient dans l'une des exemptions décrites sommairement ci-dessus. C'est ainsi le cercle des investisseurs potentiels restant après l'élimination des destinataires exemptés qu'il faudra prendre en compte pour déterminer si l'article 156 LDIP est applicable.

2. Les autres destinataires de l'offre

Au titre de la LPCC, toute offre qui n'est pas adressée uniquement à des investisseurs qualifiés est réputée appel au public⁷⁸. En adoptant la LPCC, le législateur a renoncé à toute notion quantitative pour définir l'appel au public au sens de la LPCC. Il suffira donc de solliciter un seul investisseur non qualifié pour que l'émission de produits structurés ou de parts de placement collectif soit susceptible d'entraîner l'application de l'article 156 LDIP.

En revanche, l'offre de valeurs mobilières (autres que les produits structurés assujettis à l'art. 5 LPCC) peut compter parmi ses destinataires des personnes qui ne tomberaient pas dans l'une des exemptions susmentionnées, pour autant que ces personnes, considérées collectivement, constituent un cercle limité⁷⁹. La notion de cercle restreint de personnes a été reprise par la FINMA, qui fait référence à un nombre déterminé de destina-

⁷² Cf. art. 3 al. 6 let. c et al. 7 OBVM et ch. 15 Circulaire FINMA 08/5, du 20.11.2008, Commentaires du terme de négociant en valeurs mobilières, s'agissant de l'offre de valeurs mobilières, et art. 10 al. 3 let. d LPCC, en ce qui concerne l'offre de produits structurés et de placements collectifs de capitaux.

⁷³ Cf. ch. 25 de la Circulaire FINMA 08/3, du 20.11.2008, Acceptation à titre professionnel de dépôts du public par des établissements non bancaires au sens de la loi sur les banques.

⁷⁴ Cf. les conditions prévues par l'art. 6 al. 2 OPCC et le ch. 12 Circulaire FINMA 08/8, du 20.11.2008, Appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux. On peut d'ailleurs se demander si les gérants de fortune professionnels qui seraient directement assujettis à une surveillance de la FINMA en matière de prévention du blanchiment (voir art. 12 let. c ch. 2 LBA et art. 14 LBA) pourraient être assimilés à des entreprises soumises à une surveillance étatique. Vu le caractère limité du cadre de surveillance requis par la LBA, la réponse est à notre avis négative.

⁷⁵ Selon l'art. 6 al. 1 OPCC, un investisseur est considéré comme un particulier fortuné s'il confirme par écrit à un intermédiaire financier soumis à surveillance ou à un gestionnaire de fortune lui-même investisseur qualifié qu'il dispose directement ou indirectement de placements financiers d'un montant d'au moins 2 millions de francs. Voir également les précisions apportées sous ch. 13–19 Circulaire FINMA 08/8, du 20.11.2008, Appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux.

⁷⁶ Cf. CR CO-ZUFFEREY, art. 1156 n° 37.

⁷⁷ Cf. art. 10 al. 3 let. f LPCC et art. 6 al. 2 OPCC.

⁷⁸ Cf. art. 3 LPCC et ch. 9 Circulaire FINMA 08/8, du 20.11.2008, Appel au public au sens de la législation sur les placements collectifs de capitaux.

⁷⁹ Cf. art. 652a al. 2 CO.

taires⁸⁰. A notre sens, cette possibilité de prédéterminer, avant une offre de valeurs mobilières, un cercle restreint de personnes pourra par exemple trouver application dans le cadre de l'ouverture de plans de participation à certains employés suisses de filiales de groupes internationaux (sous forme de *stock options* ou d'autres droits équivalents). Cela suppose cependant que le nombre de ces employés soit déterminé – et non pas seulement déterminable – et que ce nombre demeure relativement limité⁸¹. En revanche, la référence au nombre de vingt destinataires de l'offre n'est plus d'actualité⁸², même si une offre adressée à moins de vingt personnes pourra probablement bénéficier de l'exemption accordée aux placements à un nombre déterminé de personnes. Cette fameuse règle des vingt pourrait néanmoins conserver une utilité dans l'interprétation de la notion d'offre publique de valeurs mobilières⁸³.

VI. Conclusion

Ainsi donc, l'article 156 LDIP pourra trouver application, dans le cadre d'une émission d'instruments financiers sur le marché suisse ou par une société suisse, si l'émission est intervenue sur le marché primaire, voire, dans certains cas, sur le marché secondaire⁸⁴. L'applicabilité de l'article 156 LDIP étant conditionnée à la survenance d'une offre publique, la qualification préalable de l'instrument financier objet de l'émission permettra de déterminer si le concept pertinent d'offre publique relève de la législation boursière (ce qui sera le cas pour l'émission d'actions ou obligations) ou de celle régissant les placements collectifs de capitaux, laquelle est également sous cet angle applicable aux produits structurés⁸⁵. L'émission pourra intervenir sous forme de placement privé (rendant l'art. 156 LDIP inapplicable) en fonction du type de produits émis et des catégories d'investisseurs visés⁸⁶.

Si l'article 156 LDIP est applicable, l'émetteur étranger, ainsi que les auteurs du prospectus et les autres

personnes ayant participé à sa rédaction ou sa diffusion peuvent être sujets à d'éventuelles prétentions en responsabilité fondées sur le droit suisse de la part d'investisseurs qui s'estimeraient lésés. La probabilité d'une telle action est toutefois limitée. Au titre de l'article 1156 alinéa 3 CO en cas d'émission d'obligations, ou de l'article 752 CO s'agissant de droits de participation ou de produits structurés⁸⁷, l'investisseur devra démontrer avoir subi un dommage causé par le caractère incomplet, fallacieux ou inexact d'un prospectus pour que son action en responsabilité ait des chances de succès. Cela suppose que l'investisseur puisse en particulier démontrer qu'il n'aurait pas investi dans les titres concernés si les manquements constatés dans le prospectus n'avaient pas existé. Certains praticiens n'hésitent d'ailleurs pas à conclure que le risque pris par l'émetteur et ceux qui participent à l'émission est pratiquement négligeable⁸⁸.

S'agissant de parts de placements collectifs de capitaux, l'action en responsabilité sera régie par l'article 145 LPCC. Il sera au demeurant, à notre avis, peu probable que l'action soit intentée uniquement pour cause de manquements inhérents au contenu du prospectus, lequel aura d'ailleurs été approuvé par la FINMA. Le plus souvent, la prétention en responsabilité sera également fondée sur d'autres violations de la LPCC et ses dispositions d'application.

L'on ne saurait conclure cette contribution sans mentionner brièvement les questions relatives aux clauses de mise en garde et au statut réglementaire de l'intermédiaire financier qui procède à une offre sur le marché suisse.

La documentation d'offre contient souvent une clause de mise en garde («*disclaimer*») attirant l'attention de l'investisseur sur le fait que l'instrument dont l'émission fait l'objet du prospectus ou de toute autre documentation utilisée n'est pas destiné à être offert au public – ni sujet à la cotation – en Suisse, que cette documentation n'a pas été soumise à l'approbation officielle en Suisse, voire que les normes suisses applicables (art. 652a CO, art. 1156 CO, ou les normes pertinentes de la LPCC) n'ont pas été prises en compte. L'utilité de telles clauses de mise en garde est sujette à caution, bien que leur insertion dans la documentation se soit généralisée, sur le modèle des clauses similaires recommandées pour tenir compte des exigences extraterritoriales du droit américain en matière d'émission de valeurs mobilières. Ces

⁸⁰ Cf. ch. 14 Circulaire FINMA 08/5, du 20.11.2008, Commentaires du terme de négociant en valeurs mobilières.

⁸¹ A cet égard, le nombre de cent investisseurs retenu dans la Directive 2003/71/CE, du 4.11.2003, 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 (JO L 345/54 du 31.12.2003) pourrait constituer une référence appropriée quant au caractère limité d'un cercle de destinataires.

⁸² A notre avis, cette règle des vingt a perdu de sa pertinence avec l'entrée en vigueur de la LPCC, qui a supprimé tout critère quantitatif dans la détermination d'un éventuel appel au public. Cela a été récemment confirmé par le Tribunal administratif fédéral dans un arrêt du 27 janvier 2010 (B-4409/2008, cons. 7 et les références citées).

⁸³ Du même avis, CR CO-VENTURI/ZEN RUFFINEN, art. 652a n° 4.

⁸⁴ Voir ch. III, ci-dessus.

⁸⁵ Voir ch. IV, ci-dessus.

⁸⁶ Voir ch. V, ci-dessus.

⁸⁷ Voir ch. IV.3, ci-dessus.

⁸⁸ Cf. en matière d'émission d'actions d'une société étrangère, International Offerings of Equity Securities in Switzerland by Non-Swiss Issuers – Swiss Prospectus Requirements, *Position Paper* du 21.8.2009, publié par les études zurichoises Baker & McKenzie, Niederer Kraft & Frey AG, Walder Wyss & Partner AG, Homburger AG, Schellenberg Wittmer, Bär & Karrer AG, Lenz & Staehelin et Vischer AG, ainsi que les banques Credit Suisse et UBS AG (mis à jour le 4.6.2010).

clauses peuvent toutefois s'avérer utiles pour contrer d'éventuelles prétentions en responsabilité, même si l'investisseur non professionnel pourra toujours prétendre ne les avoir pas comprises ou arguer qu'elles ne peuvent exonérer valablement l'émetteur d'assurer la conformité du prospectus avec les normes applicables.

En toute hypothèse, une émission publique posera la question de l'éventuel assujettissement à autorisation préalable de l'intermédiaire intervenant sur le marché suisse. La distribution de placements collectifs de capitaux nécessite une autorisation préalable, tant en relation avec le placement collectif en question⁸⁹ que pour son distributeur⁹⁰. Par ailleurs, l'offre publique, sur ou à partir du territoire suisse, de valeurs mobilières (au sens de la LBVM), y compris celles qui répondraient à la qualification de produits structurés selon l'article 5 LPCC, qu'elle soit effectuée ou non au moyen d'un prospectus conforme au droit suisse, peut entraîner l'assujettissement à la législation boursière des intermédiaires financiers qui prendraient les titres émis à la commission ou sous forme de prise ferme en tant que négociants en valeurs mobilières. Cela suppose toutefois que la personne en question ait son domicile ou son siège en Suisse ou qu'elle y entretienne une succursale *de jure* ou *de facto*⁹¹. La conformité avec les exigences en matière d'émission de prospectus ne dispense donc pas le distributeur de l'examen de l'éventuelle application de l'obligation d'obtenir une autorisation au titre de la LBVM ou de la LPCC.

⁸⁹ Cf. art. 13 al. 2 let. a-d LPCC pour les placements collectifs établis en Suisse, et art. 120 al. 1 LPCC pour ceux situés à l'étranger.

⁹⁰ Cf. art. 13 al. 2 let. g LPCC.

⁹¹ Cf. art. 10 LBVM et art. 38 et 39 OBVM.