



UNIVERSITÉ DE GENÈVE  
FACULTÉ DE DROIT

Mémoire de Maîtrise universitaire en Droit

Prospectus d'émission de valeurs mobilières : regards croisés  
sur le droit suisse et le droit de l'UE

par

Hristina STOYANOVA

sous la direction du Professeur Christian BOVET

Session de février 2018

## Table des matières

<b>I) Introduction .....</b>	<b>3</b>
<b>II) Généralités .....</b>	<b>4</b>
A) Définition de valeurs mobilières <i>stricto sensu</i> .....	4
1) Papiers-valeurs .....	5
2) Droits-valeurs .....	6
3) Produits dérivés .....	7
4) Titres intermédiés.....	9
B) Définition de valeurs mobilières <i>lato sensu</i> : le cas spécifique des produits structurés .....	10
C) Notion de prospectus.....	11
D) Notion d'offre au public.....	13
<b>III) Régime juridique de la publication du prospectus .....</b>	<b>14</b>
A) Obligation de publier un prospectus .....	14
1) Principe et buts .....	14
2) Distinction avec l'obligation de produire une feuille d'information de base .....	16
B) Exceptions à l'obligation de publier un prospectus.....	17
1) Exceptions selon le type d'offre .....	17
2) Exceptions selon le type de valeurs mobilières .....	19
C) Contrôle <i>ex ante</i> du prospectus.....	20
1) Obligation de contrôle avant la publication du prospectus .....	20
2) Procédure à suivre et organe de contrôle .....	21
<b>IV) Régime juridique de la mise en œuvre du prospectus .....</b>	<b>22</b>
A) Contenu du prospectus .....	22
1) Principe et buts .....	22
2) Résumé du prospectus .....	24
3) Exceptions au contenu obligatoire.....	25
B) Responsabilité liée au prospectus.....	25
1) Nature juridique et délai de prescription de l'action en responsabilité .....	26
2) Légitimation.....	27
a) Légitimation active .....	27
b) Légitimation passive.....	28
3) Acte illicite et faute .....	29
4) Preuve et calcul du dommage .....	30
5) Lien de causalité.....	31
<b>V) Conclusion.....</b>	<b>32</b>

## I) Introduction

Le droit des marchés financiers est émergé en doctrine dans les années septante comme un ensemble de normes et de principes visant, d'une part, la protection des investisseurs, et d'autre part, la protection des marchés en tant que tels<sup>1</sup>. Depuis lors, le droit a subi des changements importants en raison de la globalisation des marchés financiers et de leur croissance. Les marchés sont devenus mieux informatisés, mais aussi fortement réglementés pour améliorer la transparence et pour mieux gérer le volume et la sécurité des transactions<sup>2</sup>.

Le législateur suisse est intervenu à plusieurs reprises, surtout après la crise financière de 2008, pour adapter le régime juridique aux évolutions dans le secteur financier et pour fournir un cadre légal plus homogène. Les projets de lois sur les services financiers (P-LSFin) et sur les établissements financiers (P-LEFin)<sup>3</sup> constituent une nouvelle étape dans le processus législatif permettant de renforcer la confiance dans le secteur financier, d'uniformiser les normes à l'échelle nationale et de rapprocher le droit suisse et le droit de l'Union européenne (UE).

Le prospectus d'émission de valeurs mobilières occupe une place toute particulière dans cette évolution. Régi actuellement par le Code des obligations (CO)<sup>4</sup> et par la loi sur les placements collectifs de capitaux (LPCC)<sup>5</sup>, le prospectus est au cœur de tous les débats relatifs au P-LSFin. L'explication réside dans le développement très poussé de la *corporate finance* et le recours de plus en plus fréquent des entreprises à un financement sur les marchés de capitaux en complément, ou au détriment, du recours au crédit bancaire. Le prospectus permet de fournir aux marchés des informations essentielles sur l'émetteur et d'aider les investisseurs dans le choix d'acquiescer ou non des instruments financiers<sup>6</sup>. Il s'avère donc un document indispensable dans de nombreuses opérations et la réglementation claire de son régime juridique est primordiale à la fois pour les émetteurs et pour les investisseurs.

En droit de l'UE, les règles applicables au prospectus ont également fait l'objet de changements importants avec l'entrée en vigueur d'un nouveau règlement Prospectus<sup>7</sup> qui remplace et abroge la directive Prospectus de 2003<sup>8</sup>. La réforme a pour objectif d'uniformiser le régime juridique dans l'ensemble de l'UE par une application

---

<sup>1</sup> CR CO II-ZUFFEREY Jean-Baptiste, art. 1156 CO N 2, p. 2838.

<sup>2</sup> ZUFFEREY Jean-Baptiste, *Réglementation des systèmes*, p. 14ss et les annexes descriptives, p. 395ss.

<sup>3</sup> Message du Conseil fédéral concernant la loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin), du 4 novembre 2015, FF 2015 8101.

<sup>4</sup> Art. 652ss, 752, 1156 de la Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le code civil suisse (CO, RS 220).

<sup>5</sup> Art. 5 de la Loi fédérale du 23 juin 2006 sur les placements collectifs de capitaux (LPCC, RS 951.31).

<sup>6</sup> DAENIKER Daniel, *Grenzüberschreitende Aktienplatzierungen Schweizerischer Unternehmen*, in: WEBER Rolf (éd.), *Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht*, Zürich 2000, p. 71ss; voir aussi ROBERTO Vito/WEGMANN Thomas, *Prospekthaftung in der Schweiz*, RSDA 2001, p. 161ss.

<sup>7</sup> Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, JOUE 2017, L 168, p. 12.

<sup>8</sup> Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003, JOCE 2003, L 345, p. 64.

directe et immédiate des normes dans le droit interne de tous les Etats membres, sans devoir procéder à une transposition.

La présente étude discutera de l'intérêt des modifications en droit suisse et en droit de l'UE en lien avec le prospectus. Nous débiterons notre analyse par quelques généralités indispensables pour la compréhension du sujet (II). Ensuite, nous examinerons les points les plus essentiels des deux réformes concernant le régime juridique de la publication (III) et de la mise en œuvre du prospectus (IV). Nous verrons également comment la réglementation par le droit privé s'estompe au profit d'une réglementation par le droit public.

## II) Généralités

Les nouvelles règles contenues dans le P-LSFin et le règlement Prospectus de l'UE s'appliquent à la fois au prospectus d'émission de valeurs mobilières et au prospectus d'admission à la négociation de valeurs mobilières sur un marché réglementé. Il convient ainsi d'apporter quelques précisions sur les notions de valeurs mobilières (A) et de prospectus (C). Il faut également mentionner que certains produits structurés sont susceptibles d'entrer dans la catégorie de valeurs mobilières, même s'ils n'ont pas été définis comme tels par le législateur (B). La définition d'offre au public mérite aussi une attention toute particulière, car elle détermine le champ d'application des règles sur le prospectus (D).

### A) *Définition de valeurs mobilières stricto sensu*

L'expression d'instrument financier est un concept-clé pour le droit financier, car elle permet de définir les marchés de capitaux et l'activité des prestataires de services<sup>9</sup>. Les valeurs mobilières sont une sous-catégorie des instruments financiers. En droit suisse, elles sont actuellement définies par la loi sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF) comme étant « *les papiers-valeurs (1), les droits-valeurs (2), les dérivés (3) et les titres intermédiés standardisés susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché (4)* »<sup>10</sup>. Le P-LSFin reprend à la lettre cette définition<sup>11</sup>. Il n'y aura par conséquent pas de changement quand la nouvelle loi entrera en vigueur.

En revanche, la définition des valeurs mobilières au regard du droit de l'UE n'est pas exactement la même. Il sied ainsi de comparer les dispositions du droit suisse et celles du droit de l'UE pour voir dans quelle mesure les premières sont euro-compatibles. La question de l'euro-compatibilité est importante, car elle permettra à la Suisse d'obtenir des équivalences dans le domaine de la réglementation du prospectus.

---

<sup>9</sup> BONNEAU Thierry/DRUMMOND France, *Droit des marchés financiers*, Paris (ECONOMICA) 2010, 3<sup>e</sup> éd., n 78 ; LE NABASQUE Hervé/COURET Alain, *Droit financier*, Paris (Dalloz) 2012, 2<sup>e</sup> éd., n 351ss.

<sup>10</sup> Art. 2 al. 1 let. b de la loi fédérale du 19 juin 2015 sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF, RS 958.1).

<sup>11</sup> Art. 3 let. c P-LSFin/CF.

## 1) *Papiers-valeurs*

Selon la doctrine, le papier-valeur n'est qu'une sorte de titre parmi d'autres<sup>12</sup>. Plus particulièrement, le papier-valeur est tout titre auquel un droit est incorporé d'une manière indivisible de telle façon qu'il soit impossible de faire valoir le droit ou de le transférer indépendamment du titre<sup>13</sup>. Pour être qualifié de valeur mobilière, encore faut-il que le papier-valeur soit négociable et fongible sur les marchés de capitaux<sup>14</sup>. Cela suppose que le titre soit muni, d'une part, d'une clause de légitimation double, et d'autre part, d'une clause d'inopposabilité des exceptions<sup>15</sup>.

Les exigences de négociabilité et de fongibilité du titre figurent expressément en droit de l'UE<sup>16</sup>. En droit suisse, la LIMF<sup>17</sup> et l'ordonnance sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF)<sup>18</sup> n'exigent des valeurs mobilières qu'elles soient standardisées et susceptibles d'être diffusées en grand nombre au public, sans se référer à la fongibilité ou à la négociabilité du titre. Il en résulte une insécurité juridique quant au caractère euro-compatible de la définition suisse de valeurs mobilières. Les ordonnances du Conseil fédéral peuvent remédier à cette situation, en incluant les termes de fongibilité et de négociabilité dans la définition de valeurs mobilières.

En droit de l'UE, le règlement Prospectus<sup>19</sup> renvoie à l'art. 4 par. 1 point 44 de la directive MiFID II qui décrit les valeurs mobilières. Le fait de renvoyer à la directive signifie que les Etats membres bénéficient d'une certaine marge d'appréciation dans la qualification de valeurs mobilières. Cela rend la compréhension de leur notion plus compliquée pour les investisseurs, car des divergences nationales subsistent et en fonction du droit applicable la notion de valeurs mobilières peut être plus ou moins large.

Aux termes de la directive, les valeurs mobilières sont : « (...) *les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux, à l'exception des instruments de paiement, telles que :*

- a) les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type partnership ou d'autres entités, ainsi que les certificats représentatifs d'actions ;*

---

<sup>12</sup> CR CO II-BOHNET François, art. 965-973c CO N 2, p. 2476.

<sup>13</sup> Art. 965 CO (RS 220); PETITPIERRE Anne, *Les papiers-valeurs*, in: *Traité de droit privé suisse*, VON BÜREN Roland (éd.), Bâle 2006, p. 158ss; voir aussi ZK-JÄGGI Peter, Art. 965 OR N 27.

<sup>14</sup> MEIER-HAYOZ Arthur/VON DER CRONE Hans Caspar, *Wertpapierrecht*, 2e éd., Berne (Stämpfli) 2000, p. 3ss.

<sup>15</sup> CR CO II-BOHNET François, art. 965 CO N 3, p. 2485.

<sup>16</sup> Art. 4 par. 1 point 44 de la directive 2014/65/UE (MiFID II) du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014, JOUE 2014, L 173, p. 349; HAAR Brigitte, *Anlegerschutz in geschlossenen Fonds-Kapitalmarketeffizienz, Behavioral Finance und Anlegerkoordination als Bausteine eines neuen Regulierungsparadigmas*, in: *Festschrift für Klaus J. HOPT zum 70. Geburtstag*, am.24 August 2010: Unternehmen, Markt und Verantwortung, GRUNDMANN Stefan/MERKT Hanno/HAAR Brigitte (éd.), Berlin, New York 2010, p. 1870.

<sup>17</sup> Art. 2 let. b LIMF (RS 958.1); LOMBARDINI Carlo, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, Genève, Zürich, Bâle (Schulthess) 2012, p. 69.

<sup>18</sup> Art. 2 de l'ordonnance fédérale du 25 novembre 2015 sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF, RS 958.11).

<sup>19</sup> Art. 2 let. a du règlement Prospectus (UE) 2017/1129 renvoie à l'art. 4 par. 1 point 44 de la directive 2014/65/UE (MiFID II) du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014, JOUE 2014, L 173, p. 349.

*b) les obligations et autres titres de créance, y compris les certificats représentatifs de tels titres ;*

*c) toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs mobilières ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, à des matières premières ou à d'autres indices ou mesures ».*

Cette définition existe depuis la directive MiFID I<sup>20</sup>. Elle vise principalement les actions, les obligations, les droits d'option ou de souscription. La notion de papiers-valeurs ne figure pas en tant que telle dans le texte européen, sans pour autant qu'elle soit automatiquement exclue. Les papiers-valeurs incorporent le plus souvent des droits de sociétariat et des droits de créance, ce qui revient à les qualifier d'actions ou de titres de créance au sens de la directive. En outre, la définition européenne de valeurs mobilières a un champ d'application relativement large, ce qui signifie que la notion suisse de papiers-valeurs peut être considérée comme euro-compatible<sup>21</sup>.

Avant de conclure notre analyse sur les papiers-valeurs, il convient d'examiner la liste d'exclusion prévue en droit de l'UE pour certains types de valeurs mobilières. La liste d'exclusion ne figure pas dans la directive MiFID II, mais directement dans le règlement Prospectus<sup>22</sup>. Elle est assez dense et reprend en grande partie, ce qui était déjà prévu par la directive Prospectus<sup>23</sup>. Sont visés les parts de capital dans les banques centrales des Etats membres, les parts émises par des organismes de placement collectif du type autre que fermé, les valeurs mobilières inconditionnellement et irrévocablement garanties par un Etat membre ou par l'une des autorités régionales ou locales d'un Etat membre, etc. Par conséquent, il n'est pas possible de conclure dans l'absolu que tous les papiers-valeurs entrent dans la définition européenne de valeurs mobilières, car certains types de papiers-valeurs peuvent être visés par la liste d'exclusion.

## 2) Droits-valeurs

Les droits-valeurs ont la même fonction que les papiers-valeurs sans en avoir la forme matérielle<sup>24</sup>. Ils sont de nature purement obligationnelle et ne sont rattachés à aucun objet. Leur spécificité, c'est qu'ils sont créés par l'inscription dans un registre et « n'existent que dans la mesure de cette inscription »<sup>25</sup>. Ils se distinguent des papiers-valeurs par le fait qu'ils ne peuvent pas être des titres au porteur<sup>26</sup>. En effet, les droits-

---

<sup>20</sup> Art. 4 ch. 18 de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID I), modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

<sup>21</sup> Art. 3 let. b et c. P-LSFin/CF ; BOHNET François, *La théorie générale des papiers-valeurs: passé, présent, futur*, th. Neuchâtel 1999, p. 348ss; voir aussi BSK Wertpapierrecht-FURTER Robert, Art. 965 OR N 11.

<sup>22</sup> Art. 1 ch. 2 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017, JOUE 2017, L 168, p. 12.

<sup>23</sup> Art. 1 ch. 2 de la directive Prospectus 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003, JOCE 2003, L 345, p. 64.

<sup>24</sup> Art. 973c CO (RS 220).

<sup>25</sup> Art. 973c al. 3 CO (RS 220).

<sup>26</sup> Art. 978ss CO (RS 220).

valeurs ne peuvent être que des titres nominatifs, puisque l'identité de l'ayant-droit doit figurer impérativement dans le registre. Ils se distinguent aussi des titres intermédiés<sup>27</sup> dans la mesure où le registre est tenu par le débiteur du droit qui n'est pas nécessairement un intermédiaire financier<sup>28</sup>.

Pour être définis de valeurs mobilières en droit suisse, les droits-valeurs doivent être des titres négociables et porter sur une créance ou un droit de sociétariat<sup>29</sup>. En droit de l'UE, la directive MiFID II ne se réfère pas expressément aux droits-valeurs. Toutefois, la définition européenne des valeurs mobilières a un champ d'application relativement large, car elle se focalise davantage sur la nature juridique du titre que sur son support. De surcroît, comme cela a déjà été mentionné, elle est sujette à transposition et n'est pas identique dans tous les Etats membres. En conséquence, les droits-valeurs de droit suisse peuvent entrer dans la catégorie européenne de valeurs mobilières.

Pour donner un exemple de droits-valeurs qui ont été qualifiés de valeurs mobilières par le droit national d'un Etat membre, nous pouvons songer au droit français qui fut l'un des pionniers dans la dématérialisation des titres<sup>30</sup>. L'art. L. 211-3 du Code monétaire et financier français dispose que « *les titres financiers, émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits dans un compte-titres, tenu soit par l'émetteur, soit par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'art. L. 542-1* ». L'art. L. 228-1 du Code de commerce français précise que les valeurs mobilières sont des « *titres financiers au sens de l'art. 211-1 du code monétaire et financier, qui confèrent des droits identiques par catégorie* »<sup>31</sup>. Parmi ces titres financiers, on compte les titres de capital, les titres de créance et les parts ou actions d'organismes de placement collectif<sup>32</sup>. Or, ce sont précisément des valeurs mobilières au regard de la directive MiFID II<sup>33</sup>.

L'exemple de droit français démontre que la définition européenne de valeurs mobilières peut englober les titres dématérialisés. Cela signifie que les droits-valeurs de droit suisse peuvent être qualifiés de valeurs mobilières au regard du droit de l'UE.

### 3) Produits dérivés

Le terme produits dérivés représente avant tout un concept économique utilisé par les praticiens pour désigner les actifs dont la valeur ou le prix « dérive » de celle d'un sous-jacent<sup>34</sup>. En droit suisse, l'art. 2 let. c de la LIMF dispose que les dérivés sont « *les 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* ». Par conséquent, les dérivés sont des contrats

---

<sup>27</sup> *Infra*.

<sup>28</sup> LEIBENSON Joël, *Les actes de disposition sur les titres intermédiés*, Centre de droit bancaire et financier, Zürich (Schulthess Verlag) 2013, p. 43.

<sup>29</sup> STEINER Christoph/BÜCHI Raffael, *Vom Wertrecht zur Bucheffekte – Kristallisation aus dem Nichts ?*, GesKR 1/2007, S. 73; voir aussi BRUNNER Christoph, *Wertrechte-nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere*, th. Berne (Stämpfli) 1996, p. 191ss.

<sup>30</sup> Loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981 ; voir aussi FOYER Jean, *La dématérialisation des valeurs mobilières en France*, Mélanges Guy Flattet, Lausanne 1985, p. 21.

<sup>31</sup> BONNEAU Thierry, *Valeurs mobilières et titres financiers en droit français*, Revue de droit bancaire et financier n° 2, 2009, Dossier 10.

<sup>32</sup> Art. L. 211-1 du Code monétaire et financier français, J.O. du 8 janvier 2009.

<sup>33</sup> *Supra*.

<sup>34</sup> BOUCHETA Haroun, *Conflits d'intérêts et produits dérivés*, Bull. Joly Bourse du 1 décembre 2008, p. 562.

financiers dont la valeur dépend de celle d'un actif sous-jacent. L'OIMF précise ce que l'on doit entendre par les actifs sous-jacents. Ce sont notamment les actions, les obligations, les matières premières, les métaux précieux ou les cours des monnaies légales<sup>35</sup>. L'OIMF prévoit aussi une liste d'exclusion<sup>36</sup>. Elle vise à restreindre le champ d'application de la définition de dérivés afin d'améliorer la sécurité juridique et la transparence sur les marchés financiers.

Dans la pratique, la notion de produits dérivés est plus large. Elle regroupe à la fois les contrats financiers (tels que les options ou les swaps) et les titres financiers (tels que les warrants). Or, si le législateur suisse classe les dérivés expressément dans la catégorie de contrats financiers<sup>37</sup>, en droit de l'UE c'est plutôt l'approche des praticiens qui a été adoptée. La directive MiFID II a élargi le champ d'application de la définition par rapport à celle de la directive MiFID I, en prévoyant que les instruments dérivés peuvent être à la fois des contrats et des titres financiers<sup>38</sup>. Par conséquent, le terme dérivés peut englober un plus grand nombre d'hypothèses en droit de l'UE qu'en droit suisse.

Une autre particularité en droit de l'UE, c'est qu'il n'existe pas de définition à proprement parler. La directive MiFID II contient une disposition assez dense dans sa première annexe qui dresse une liste de contrats et de titres financiers susceptibles d'entrer dans la catégorie de dérivés<sup>39</sup>. L'énumération permet d'assurer la prévisibilité juridique. Toutefois, elle risque de figer l'état de droit et de ne pas être suffisamment flexible au progrès informatique. La création de sociétés digitales peut notamment poser un problème de qualification de tous les contrats qui échappent à la liste prévue dans l'annexe de la directive. En ce sens, le droit suisse paraît plus ouvert aux nouvelles constructions juridiques que le droit de l'UE. La définition suisse pourrait éventuellement englober les « *crypto-derivatives* » émises par certaines sociétés digitales<sup>40</sup>, ce qui n'est pas le cas en droit de l'UE. Le seul désavantage d'une définition légale plus extensive, c'est qu'elle augmente le risque d'interprétation judiciaire et peut être source parfois d'insécurité juridique.

S'agissant de la qualification des dérivés comme des valeurs mobilières, l'art. 4 par. 1 point 44 let. c de la directive MiFID II dispose que les valeurs mobilières comportent « *toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs(...)* ». Certains auteurs considèrent que cette disposition englobe les instruments dérivés<sup>41</sup>. En pratique, elle recouvre les titres dont la valeur dépend d'un sous-jacent. Par conséquent, les instruments dérivés n'entrent pas seulement dans la catégorie suisse de valeurs mobilières, mais également dans celle en droit de l'UE.

<sup>35</sup> Art. 2 al. 2 let. a et b OIMF (RS 958.11).

<sup>36</sup> Art. 2 al. 3 let. a, b et c OIMF (RS 958.11).

<sup>37</sup> Art. 2 let. c LIMF (958.1) ; art. 2 al. 2 OIMF (RS 958.11).

<sup>38</sup> Annexe I, Section C, points 4 à 10 de la directive 2014/65/UE ; BOUCHETA Haroun, *MIF 2 : les nouvelles bases de la réglementation financière*, Bull. Joly Bourse, 2014, p. 545.

<sup>39</sup> *Supra*.

<sup>40</sup> V-Coins Hybrid Cryptocurrency, White Paper ICO, 2017, p. 4.

<sup>41</sup> LOMBARDINI Carlo, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, Genève, Zürich, Bâle (Schulthess) 2012, p. 70.



#### 4) Titres intermédiés

Les titres intermédiés sont définis à l'art. 3 de la loi sur les titres intermédiés<sup>42</sup>. Il s'agit des créances et des droits sociaux fongibles à l'encontre d'un émetteur qui sont détenus par des intermédiaires financiers, tels que les banques, les négociants en valeurs mobilières, les directions de fonds de placements collectifs et les dépositaires centraux<sup>43</sup>. Les titres intermédiés sont inscrits au crédit d'un compte de titres dont le titulaire du compte peut en disposer<sup>44</sup>. Leur principal avantage, c'est qu'ils sont créés et transférés par un simple jeu d'écritures comptables. Par ailleurs, la notion de titres intermédiés en allemand « *Bucheffekten* » et en italien « *titoli contabili* » fait beaucoup plus référence à cette idée de jeu d'écritures comptables, qu'en français où la notion se focalise davantage sur le mode de détention par un intermédiaire financier<sup>45</sup>.

La création des titres intermédiés peut revêtir trois formes à savoir le dépôt collectif de papiers-valeurs, le dépôt d'un certificat global ou l'inscription de droits-valeurs dans un registre tenu par l'intermédiaire financier<sup>46</sup>. Le droit suisse a été le premier à édicter des règles spécifiques dans une loi spécialement dédiée aux titres intermédiés<sup>47</sup>. Au niveau international, la Suisse a participé activement dans l'élaboration de la Convention de la Haye sur la loi applicable aux titres intermédiés<sup>48</sup>. Par ailleurs, la Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés (connue sous le nom de Convention de Genève sur les titres) a été inspirée directement par les travaux du législateur suisse en vue d'harmoniser le régime relatif au transfert en propriété et à la constitution de sûretés sur les valeurs mobilières<sup>49</sup>.

Au niveau européen, c'est le terme plus général de titres dématérialisés qui a été préféré<sup>50</sup>. Dans la directive MiFID II, aucune référence expresse aux titres intermédiés ne figure en tant que telle dans la définition de valeurs mobilières. Il convient alors de procéder à une analyse par analogie à ce qui a été dit précédemment pour les droits-valeurs. Nous pouvons rappeler l'exemple de droit français après la transposition de la directive MiFID II. Au sens de l'art. L. 211-3, les titres financiers sont inscrits dans un compte-titres tenu soit par l'émetteur, soit par un intermédiaire financier<sup>51</sup>. Or, dans

---

<sup>42</sup> Loi fédérale du 3 octobre 2008 sur les titres intermédiés (LTI, RS 957.1).

<sup>43</sup> Art. 4 al 2 LTI (RS 957.1).

<sup>44</sup> Art. 3 al 1 let a et b LTI (RS 957.1).

<sup>45</sup> THÉVENOZ Luc, *Intermediated Securities: The Cornerstone of the FISA*, in: *The Federal Intermediated Securities Act (FISA) and The Hague Securities Convention (HSC)*, (éd.) KUHN Hans/GRAHAM-SIEGENTHALER Barbara/THEVENOZ Luc, Berne (Stämpfli) 2010, p. 162.

<sup>46</sup> Art. 6 al 1 LTI (RS 957.1) ; THÉVENOZ Luc, *Titres intermédiés : l'état de fait*, in: *Journée 2003 de droit bancaire et financier*, Berne (Stämpfli) 2002, p.4.

<sup>47</sup> THÉVENOZ Luc, *Intermediated Securities: The Cornerstone of the FISA*, in: *The Federal Intermediated Securities Act (FISA) and The Hague Securities Convention (HSC)*, (éd.) KUHN Hans/GRAHAM-SIEGENTHALER Barbara/THEVENOZ Luc, Berne (Stämpfli) 2010, p. 162-163.

<sup>48</sup> Convention de la Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire.

<sup>49</sup> Convention d'UNIDROIT du 9 octobre 2009 sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés.

<sup>50</sup> Art. 2 al. 1 point 4 du règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014, concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, JOUE 2014, L 257, p. 1.

<sup>51</sup> *Supra*.

la deuxième hypothèse il s'agit d'un titre intermédié comme celui visé par le droit suisse.

Compte tenu du fait que la définition européenne n'est pas complètement uniformisée et que certains droits nationaux qualifient les titres intermédiés de valeurs mobilières, il est possible de conclure que la notion suisse est compatible avec le droit de l'UE<sup>52</sup>. Cela permettra à la Suisse d'obtenir des équivalences dans le négoce de valeurs mobilières européennes à Zürich et un accès facilité des émetteurs suisses au marché européen. En outre, la compatibilité dans les définitions permettra d'éviter des éventuels conflits d'interprétation quand le droit national d'un Etat membre est susceptible de s'appliquer comme rattachement spécial à l'émission publique de valeurs mobilières<sup>53</sup>.

### **B) Définition de valeurs mobilières lato sensu : le cas spécifique des produits structurés**

Selon le P-LSFin, les produits structurés, tels que les produits à capital garanti, les produits à rendement maximal et les certificats, ne sont pas des valeurs mobilières, mais des instruments financiers<sup>54</sup>. Donc, ils ne sont pas visés *a priori* par les dispositions concernant le prospectus d'émission ou d'admission à la négociation de valeurs mobilières. Nous verrons que ce constat mérite d'être nuancé.

Les produits structurés se trouvent à l'art. 5 LPCC, mais il n'existe pas de définition légale<sup>55</sup>. Les Directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) les définissent comme étant « *des instruments de placement dont la valeur de remboursement dépend de l'évolution d'un ou plusieurs sous-jacents correspondants. Ils peuvent avoir une durée fixe ou illimitée et se baser sur certains ou plusieurs éléments, indépendamment de leur pondération* »<sup>56</sup>. Or, du fait de la présence d'un sous-jacent, certains produits structurés peuvent être considérés comme des produits dérivés, et par conséquent entrer dans la catégorie de valeurs mobilières<sup>57</sup>. Par ailleurs, une circulaire récente de la FINMA relative à l'obligation de déclarer les opérations sur valeurs mobilières précise que « *le terme « valeurs mobilières » englobe également les dérivés standardisés et susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché, tels que (...) les produits structurés* »<sup>58</sup>. Il résulte de ce qui précède que certains produits structurés peuvent être qualifiés de valeurs mobilières. Une telle qualification a des conséquences considérables sur le régime juridique des produits structurés et l'obligation de publier un prospectus. A l'état actuel du droit suisse, l'émission de produits structurés est subordonnée à l'obligation

---

<sup>52</sup> *Supra*.

<sup>53</sup> Art. 156 de la Loi fédérale du 18 décembre 1987 sur le droit international privé (LDIP, RS 291) ; GUILLAUME Florence/BÉTRISEY Frédéric, *La qualification des instruments financiers dans le cadre d'émissions internationales*, GesKR 2010 S. 492, p. 493-494.

<sup>54</sup> Art. 3 let. b ch. 4 du P-LSFin/CF.

<sup>55</sup> CONTRATTO Franca, *Der vereinfachte Prospekt für strukturierte Produkte nach Art. 5 und Kapitalmarktrecht*, GesKR 2006, p. 200.

<sup>56</sup> Directives ASB concernant l'information des investisseurs sur les produits structurés, Swiss Banking, Juillet 2007, p.4.

<sup>57</sup> RAYROUX François, *Les produits structurés*, in : Journée 2005 de droit bancaire et financier, BOVET Christian/THÉVENOZ Luc (éd.), Zürich 2006, p. 50.

<sup>58</sup> FINMA, Circulaire 2018/2, Obligation de déclarer les opérations sur valeurs mobilières, N 9, p. 4.

de publier un prospectus simplifié<sup>59</sup>. Or, avec le P-LSFin ils peuvent désormais faire l'objet d'un prospectus ordinaire<sup>60</sup>.

En droit de l'UE, comme nous l'avons déjà vu, la directive MiFID II contient une définition assez large des valeurs mobilières. Les produits structurés sont susceptibles de faire partie de « *toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs mobilières ou donnant lieu à un règlement en espèces (...)* »<sup>61</sup>. Par conséquent, ils peuvent être qualifiés de valeurs mobilières aussi au niveau européen.

Cependant, l'absence de définition légale de la notion et du régime juridique des produits structurés est une source importante d'insécurité juridique, surtout pour les émetteurs qui engagent leur responsabilité. En droit suisse, une éventuelle solution consisterait à inscrire dans les ordonnances du Conseil fédéral le type de produits structurés qui peuvent être qualifiés de valeurs mobilières. En droit de l'UE, le renvoi par le règlement Prospectus à la directive MiFID II ne permet pas d'avoir une définition unique des valeurs mobilières dans l'ensemble de l'UE. Or, la seule solution envisageable aurait été de définir directement les valeurs mobilières dans le règlement Prospectus.

### C) *Notion de prospectus*

Le prospectus est une notion aux contours difficiles. En droit de l'UE, l'art. 5 de la directive Prospectus prévoyait que « *le prospectus contient toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières. Ces informations sont présentées sous une forme facile à analyser et à comprendre* »<sup>62</sup>. Le nouveau règlement Prospectus de 2017 permet de décrire avec encore plus de précision et d'acuité l'utilité du prospectus pour les investisseurs<sup>63</sup>. La définition permet à ces derniers d'avoir une idée sur le fond et sur la forme du prospectus avant de se pencher sur son régime juridique.

En droit suisse, la définition de prospectus est absente dans le P-LSFin. Ce manque de précision est regrettable dans la mesure où le prospectus est une source de responsabilité civile et pénale<sup>64</sup>. Il faudra attendre les ordonnances du Conseil fédéral pour voir si une explication sur ce sujet sera donnée. Pour l'instant, il est possible de nous référer soit aux textes européens, soit à la doctrine suisse pour essayer de trouver une définition<sup>65</sup>.

---

<sup>59</sup> Art. 5 LPCC (RS 951.31).

<sup>60</sup> *Infra*.

<sup>61</sup> Art. 4 par. 1 point 44 let. c de la directive MiFID II.

<sup>62</sup> Art. 5 de la directive Prospectus 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003, JOCE 2003, L 345, p. 64.

<sup>63</sup> Art. 6 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>64</sup> *Infra*.

<sup>65</sup> WATTER Rolf, *Prospekt(haft)pflicht heute und morgen*, AJP 1992 S. 48, p. 48ss ; LOMBARDINI Carlo, *Droit bancaire suisse*, 2e éd., Genève, Zurich, Bâle (Schulthess) 2008, p. 660-670.

Le terme prospectus vient du latin et signifie « *perspective* » ou « *vue d'ensemble* ». C'est un document de plusieurs centaines de pages qui permet aux investisseurs de se renseigner sur l'émetteur, sur les éventuels garants et sur la nature des valeurs mobilières. Le prospectus joue ainsi un rôle primordial pour assurer la transparence des transactions<sup>66</sup>.

L'analyse du prospectus se complique avec la distinction entre le prospectus d'émission de valeurs mobilières et le prospectus d'admission à la négociation de valeurs mobilières sur un marché réglementé, encore appelé prospectus de cotation. En droit de l'UE, le règlement Prospectus mentionne les deux. Or, il faut savoir s'il s'agit d'un même document ou de deux documents distincts avec des exigences de publication et de mise en œuvre différentes. En règle générale, le prospectus de cotation n'est demandé qu'en cas d'entrée en bourse de la société émettrice, tandis que le prospectus d'émission doit être établi à chaque fois que des valeurs mobilières sont offertes au public et que l'offre dépasse un certain seuil, peu importe si les valeurs mobilières sont cotées ou non.

En droit suisse, le prospectus de cotation est exigé en cas de requête de cotation de valeurs mobilières auprès de la Six Swiss Exchange et doit obéir aux règles de la bourse suisse<sup>67</sup>. Son régime juridique est donc défini par l'autoréglementation boursière, en lieu et place d'une réglementation légale. Il s'agit d'une délégation de droit par l'Etat à des organismes professionnels de nature privée<sup>68</sup>. Par conséquent, les normes suisses, régissant actuellement le prospectus de cotation, ont un caractère contraignant, sans avoir force de loi<sup>69</sup>. Cela pourrait jouer un rôle au niveau de la responsabilité liée au prospectus<sup>70</sup>.

En droit de l'UE, le règlement Prospectus de l'UE vise à la fois le prospectus de cotation et le prospectus d'émission, ce qui signifie concrètement que les deux font l'objet de la même législation et ont un régime juridique identique. Cela pourrait poser un problème d'euro-compatibilité du droit suisse, car l'autoréglementation boursière est moins contraignante que la réglementation européenne du prospectus de cotation. Toutefois, la situation va changer avec l'entrée en vigueur du P-LSFin, car l'obligation de publier un prospectus s'appliquera à la fois pour le prospectus d'émission et pour celui de cotation<sup>71</sup>. C'est une avancée considérable, puisque le prospectus de cotation sera désormais régi par la loi, et non par la bourse, et aura le même régime juridique que le prospectus d'émission.

---

<sup>66</sup> Sur la distinction entre clients privés, professionnels et institutionnels, voir art. 4 P-LSFin/CF. En droit de l'UE, c'est le terme d'investisseur qualifié/non-qualifiés qui fut préféré ; voir EXPERTON Marie-Joseph, *L'investisseur qualifié*, Bull. Joly Bourse n° 2, 1<sup>e</sup> mars 1999, p. 140.

<sup>67</sup> Art. 27 du règlement de cotation, Six Swiss Exchange Regulation, 1<sup>e</sup> mai 2017, p. 9.

<sup>68</sup> Art. 27 LIMF (RS 958.1).

<sup>69</sup> ATF 137 III 37, JdT 2012 II 279 ; CR CO II-ZUFFEREY Jean-Baptiste, art. 1156-1186 CO, N 24.

<sup>70</sup> *Infra*.

<sup>71</sup> Art. 37 P-LSFin/CF.

## D) *Notion d'offre au public*

Le droit suisse a une réglementation assez disparate sur la notion d'émission et de vente au public d'instruments financiers. Pour chaque type d'instrument financier, le législateur prévoit des exigences différentes qui doivent être respectées<sup>72</sup>. Le P-LSFin a pour but de mettre fin à cette approche fragmentaire, en adoptant des règles beaucoup plus uniformes. Le nouveau droit suisse explique à la fois la notion d'offre et celle d'offre publique, ce qui permet de fournir un cadre légal clair pour les émetteurs et pour les investisseurs.

Dans le nouveau droit suisse, l'offre est définie à l'art. 3 let. h P-LSFin comme étant « toute proposition d'acquérir un instrument financier qui comprend suffisamment d'informations sur les conditions de l'offre et l'instrument financier concerné ». Or, c'est une définition bien précise qui permet de décrire quelles sont les obligations de l'émetteur. Il doit fournir des informations sur les conditions de l'offre et sur la nature de l'instrument financier proposé.

L'offre devient publique quand « la proposition (est) adressée au public »<sup>73</sup>. La notion paraît ainsi plus large que celle de souscription publique applicable actuellement pour l'émission de nouvelles actions et pour l'émission d'obligations<sup>74</sup>. En vertu de l'art. 652a al. 2 CO, « est public tout appel de souscription qui ne s'adresse pas à un cercle limité de personnes ». Le fait d'opter pour une définition négative comporte toutefois l'inconvénient de devoir expliquer ce que signifie « cercle limité de personnes ». Or, donner une explication claire à cette notion est loin d'être aisé.

Dans un premier temps, c'était une approche quantitative qui a été adoptée. Le nombre d'investisseurs a été fixé à vingt personnes au-delà duquel l'offre devenait publique<sup>75</sup>. Dans un deuxième temps, ce seuil a été abandonné par le Tribunal administratif fédéral (TAF) au profit d'une approche qualitative<sup>76</sup>. Les juges ont considéré que si le moyen de publicité utilisé s'adresse à, ou peut atteindre, « unbestimmten Personenkreis »<sup>77</sup>, l'offre devenait publique peu importe le nombre de personnes qui ont effectivement eu connaissance ou accès à l'information. Le P-LSFin s'inscrit dans le fil droit de cette jurisprudence, car aucune référence au nombre minimal de personnes concernées par l'offre ne figure dans le texte. Reste à savoir si les ordonnances du Conseil fédéral vont suivre le même modèle ou vont introduire certains critères pour la définition d'offre au public.

En droit de l'UE, la directive Prospectus prévoyait que l'offre au public était « une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières: cette définition s'applique également au placement de valeurs mobilières par des

---

<sup>72</sup> Art. 652a al. 2, art. 1156 al. 1 CO (RS 220), art. 5 LPCC (RS 951.31).

<sup>73</sup> Art. 3 let. i P-LSFin/CF.

<sup>74</sup> Art. 1156 al. 2 CO opère un renvoi à l'art. 652a CO (RS 220).

<sup>75</sup> Art. 2 al. 1 OIMF (RS 958.11) ; FINMA Circulaire 2008/5 pour les négociants en valeurs mobilières, N 35, p. 7.

<sup>76</sup> Arrêt du TAF B-4409/2008 du 27 janvier 2010, consid. 7.

<sup>77</sup> « cercle indéterminé de personnes ».

*intermédiaires financiers* »<sup>78</sup>. Cette disposition a eu le mérite d'être particulièrement détaillée et explicite sur ce que les investisseurs doivent attendre d'une offre publique. Le droit français<sup>79</sup> et le droit allemand<sup>80</sup> ont repris mot pour mot cette définition, sans aucune modification lors de la transposition de la directive dans leur ordre interne. Ainsi, le fait que le nouveau règlement Prospectus de l'UE comporte exactement la même définition, ne constitue pas un grand changement pour certains Etats membres<sup>81</sup>. En effet, le règlement ne fait qu'approfondir l'uniformisation des règles déjà entreprise au niveau européen.

Après avoir défini les notions les plus essentielles pour comprendre l'intérêt de notre sujet, il est temps d'entrer dans les détails et de nous pencher sur le régime juridique de la publication (III) et de la mise en œuvre du prospectus (IV). Le régime juridique du prospectus doit être décortiqué avec précision afin de savoir quel sera l'impact des réformes en droit suisse et en droit de l'UE sur la protection des investisseurs. Ainsi que le disait Nietzsche, « *le diable est dans les détails* », ce qui signifie qu'au moment de l'examen des textes législatifs, il peut s'avérer que les dispositions s'éloignent des objectifs initialement prévus.

### III) Régime juridique de la publication du prospectus

Les règles sur la publication du prospectus se déclinent en trois volets : l'obligation de publier un prospectus (A), les dérogations à cette obligation (B) et le contrôle *ex ante* du prospectus par une autorité administrative indépendante (C).

#### A) *Obligation de publier un prospectus*

Pour comprendre le régime juridique du prospectus, il faudra analyser dans un premier temps le principe et les buts de l'obligation d'établir un prospectus (1). Dans un deuxième temps, il faudra décrire la ligne de partage entre l'obligation de publier un prospectus et celle relative à la production d'une feuille d'information de base (2).

##### 1) *Principe et buts*

En droit suisse, diverses dispositions régissent actuellement l'obligation de publier un prospectus d'émission<sup>82</sup>. Quant au prospectus de cotation, nous avons déjà mentionné que son régime juridique n'est pas régi par la loi, mais par l'autoréglementation

---

<sup>78</sup> Art. 2 let. d de la directive Prospectus 2003/71/CE.

<sup>79</sup> Art. L. 411-1 du Code monétaire et financier, J.O. du 22 janvier 2009 ; BONNEAU Thierry, *Commentaire de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière*, JCP E Affaires n° 7, 12 février 2009, p. 1165 ; BREHIER Bertrand/BOUCHETA Haroun, *La réforme de l'appel public à l'épargne*, JCP E n° 8, 19 février 2009, p. 1191.

<sup>80</sup> § 2 Nr. 4 Halbsatz 1 Wertpapierprospektgesetz vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698), das zuletzt durch Artikel 6 des Gesetzes vom 17. Juli 2017 (BGBl. I S. 2446) geändert worden ist; KEUNECKE Ulrich, *Prospekte im Kapitalmarkt: Anforderungen, Prospekthaftung bei geschlossenen Fonds, Investmentfonds, Wertpapieren und Übernahmeangeboten*, Berlin (Erich Schmidt Verlag GmbH) 2009, p. 108-110.

<sup>81</sup> Art. 2 let. d du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>82</sup> Art. 652a CO (RS 220), art. 1156 CO (RS 220), art. 5 LPCC (RS 951.31).

boursière<sup>83</sup>. Avec la nouvelle réforme, les règles sur les deux types de prospectus seront unifiées et l'obligation de publication figurera dans une seule et unique disposition<sup>84</sup>. En vertu de l'art. 37 al. 1 P-LSFin/CF, « *quiconque en Suisse soumet une offre au public en vue de l'acquisition de valeurs mobilières ou demande que des valeurs mobilières soient admises à la négociation sur une plateforme de négociation (...) doit publier au préalable un prospectus* ».

Le changement en droit suisse est important, car il permet d'inclure le prospectus de cotation dans la loi et d'uniformiser le régime juridique applicable pour les deux types de prospectus. Le P-LSFin fournit ainsi un cadre légal plus clair pour les émetteurs et permet de renforcer la protection des investisseurs. En outre, certains types de valeurs mobilières, qui ont bénéficiés jusqu'à présent d'un prospectus simplifié, peuvent éventuellement se voir appliquer les règles ordinaires sur le prospectus. C'est le cas des produits structurés qui sont soumis à un prospectus simplifié sous le régime actuel de droit suisse<sup>85</sup>. Avec l'entrée en vigueur du P-LSFin, ils pourront être soumis aux règles ordinaires sur le prospectus<sup>86</sup>. Il pourrait s'avérer utile que les ordonnances du Conseil fédéral précisent dans quelles circonstances les produits structurés feront l'objet d'un prospectus simplifié et dans quels cas ils seront soumis au régime ordinaire. Une telle définition aura l'avantage de limiter les aléas liés à une interprétation par le juge.

Après avoir exposé le principe, le législateur suisse a prévu une exception à l'obligation de publier un prospectus à l'art. 37 al. 2 P-LSFin/CF. Selon cette disposition, les émetteurs de valeurs mobilières qui ne sont pas associés à l'offre au public, ne sont pas tenus de participer à l'établissement du prospectus. On ne retrouve pas une telle exclusion en droit de l'UE. Selon l'interprétation du texte, il est possible de considérer que ne sont visés que les émetteurs directement associés à l'offre au public. Un doute subsiste quant aux émetteurs qui participent d'une manière indirecte, ou ceux qui sont impliqués uniquement en partie dans l'offre au public. Il en résulte une certaine insécurité juridique, car le degré de participation de l'émetteur dans l'appel au public n'est pas déterminé avec plus de précision. Alors, il reviendra soit au Conseil fédéral, soit à la jurisprudence de fournir une explication sur ce sujet pour que l'émetteur puisse savoir dans quelles circonstances il pourra ou non bénéficier de l'exception à l'obligation de publier un prospectus.

En droit de l'UE, l'art. 3 par. 1 du nouveau règlement Prospectus dispose que « *les valeurs mobilières ne sont offertes au public dans l'Union qu'après la publication d'un prospectus conformément au présent règlement* ». Autrement dit, l'obligation de publication s'impose à la fois à toute offre au public de valeurs mobilières et à toute admission de ces valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé au sein de l'UE. Cette exigence reprend ce que prévoyait déjà la directive Prospectus de 2003<sup>87</sup>.

---

<sup>83</sup> *Supra*.

<sup>84</sup> BÖSCH René, *Das neue Schweizer Prospektrecht gemäß E-FIDLEG-eine Bestandsaufnahme und erste Würdigung*, RDS 2016, p. 81ss.

<sup>85</sup> Art. 5 LPCC (RS 951. 31).

<sup>86</sup> Art. 37 P-LSFin/CF.

<sup>87</sup> Art. 3 par. 1 de la directive Prospectus 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 ; voir aussi OSSA-DAZA Marie-Leticia/LE GRIS Inès, *Objectifs et enjeux de la Directive n°*

Par conséquent, n'existe pas de changement entre l'ancien et le nouveau droit, ce qui permet de pérenniser les règles applicables en vue d'une meilleure prévisibilité juridique. En outre, le rapprochement du droit suisse à ces normes européennes permet d'assurer une égalité de traitement entre les émetteurs suisses et européens.

## 2) *Distinction avec l'obligation de produire une feuille d'information de base*

L'obligation de publier un prospectus ne doit pas être confondue avec l'obligation de produire une feuille d'information de base<sup>88</sup>. La feuille d'information concerne non seulement les valeurs mobilières, mais aussi tous les instruments financiers offerts à des clients privés<sup>89</sup>. L'objectif est de permettre aux investisseurs qui n'ont pas l'expérience et les connaissances professionnelles nécessaires pour évaluer les risques liés à leurs investissements, de mieux comprendre leur complexité.

Les feuilles d'information de base sont des documents plus succincts que les prospectus et donnent une vision d'ensemble sur l'offre et les instruments financiers proposés. Selon le rapport explicatif du P-LSFin, elles permettent aux clients privés d'agir en connaissance de cause comme des investisseurs « responsables » et « autonomes »<sup>90</sup>. En outre, la feuille d'information de base a un champ d'application plus large que le prospectus, car elle contient des renseignements sur tous les produits financiers, et non seulement sur les valeurs mobilières. Ainsi, elle peut s'avérer un document très utile pour les investisseurs qui peuvent en bénéficier.

En droit de l'UE, ce n'est pas le terme de feuille d'information de base qui est utilisé, mais celui de « document d'information clé relatif aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance » (PRIIP)<sup>91</sup>. Le dispositif européen a fait l'objet d'une révision cette année en vue de renforcer la protection des investisseurs de détail. La nouvelle version du règlement PRIIP de l'UE entrera en vigueur au 1<sup>e</sup> janvier 2018<sup>92</sup>. Avec cette réforme, l'UE a franchi un nouveau pas dans la promotion de la transparence dans le secteur financier.

Les modifications concernent la présentation, le contenu et la révision des documents d'informations clés (ou KID en anglais pour *Key Information Documents*). En substance, les KID sont des documents qui permettent de fournir des informations essentielles sur les produits d'investissement, qui doivent être rédigés d'une manière claire et facile à comprendre pour les investisseurs et qui facilite la comparaison entre les offres et les produits.

Il ressort de ce qui précède que l'introduction en droit suisse de la feuille d'information de base est une étape essentielle dans l'amélioration de la transparence sur les marchés

---

2003/71/CE 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 aux négociations, Bull. Joly Bourse n° 1, 1<sup>e</sup> janvier 2005, p. 5.

<sup>88</sup> Art. 60 P-LSFin/CF.

<sup>89</sup> Sur la notion de « clients privés », voir art. 4 P-LSFin/CF.

<sup>90</sup> Message du Conseil fédéral concernant la loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin), Berne, 4 novembre 2015, p. 78ss.

<sup>91</sup> Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014, JOUE 2014, L 352, p. 1.

<sup>92</sup> Règlement délégué (UE) n° 2017/653 de la Commission européenne du 8 mars 2017, JOUE, L 100, p. 1.



financiers. Elle permet aussi de rendre le système juridique suisse euro-compatible avec les nouvelles exigences de l'UE afin de faciliter l'accès aux marchés européens.

## **B) Exceptions à l'obligation de publier un prospectus**

Ainsi que l'a écrit Albert Camus, « *un homme est toujours la proie de ses vérités* »<sup>93</sup>. Pour les émetteurs, l'obligation de publier un prospectus est une contrainte assez importante, car elle les oblige à fournir des informations détaillées sur leur activité et sur les produits qu'ils proposent au public. C'est une contrainte en termes de temps consacré à l'établissement du prospectus et de coûts liés à la publication et à la mise en conformité avec les nouvelles lois. Il est alors important de savoir dans quelles circonstances les émetteurs peuvent ou non bénéficier d'une dérogation à l'obligation de produire un prospectus. Deux hypothèses sont envisageables pour les deux types de prospectus à savoir les exceptions selon le type d'offre (1) et les exceptions selon le type de valeurs mobilières (2). Les exceptions relatives à l'admission à la négociation de valeurs mobilières sur un marché réglementé ne feront pas l'objet de notre analyse, car elles ne concernent que le prospectus de cotation<sup>94</sup>.

### *1) Exceptions selon le type d'offre*

Contrairement au droit suisse actuellement en vigueur, le P-LSFin contient des dispositions assez détaillées sur les exceptions à l'obligation de publier un prospectus. A cet égard, il convient de préciser qu'il s'agit d'une liste d'exclusion et non d'exemption à proprement parler, puisque l'opération d'investissement entre dans le champ d'application de l'obligation d'établir un prospectus, mais l'émetteur bénéficie d'une exception légale à cette obligation.

Les dérogations selon le type d'offre au regard du nouveau droit suisse figurent à l'art. 38 P-LSFin/CF. En vertu de cette disposition, sont exclues de l'obligation de publier un prospectus les offres au public qui s'adressent uniquement à des clients professionnels<sup>95</sup>. Cette exception existe déjà en droit suisse pour les placements collectifs de capitaux<sup>96</sup>, mais avec le P-LSFin elle va s'étendre à toutes les valeurs mobilières faisant l'objet d'un prospectus. La raison principale de cette exception réside dans le fait que les clients professionnels ont souvent une relation étroite avec les émetteurs et connaissent déjà les risques liés à leurs investissements. Or, l'établissement d'un prospectus devient une perte de temps et d'argent à la fois pour les émetteurs et les investisseurs. L'exception se justifie dans un souci de faciliter et d'accélérer les transactions sur les marchés de capitaux. Si toutefois les clients professionnels souhaitent bénéficier de l'émission d'un prospectus, ils peuvent toujours faire une déclaration expresse, en indiquant leur volonté d'être traités comme des clients privés (*opting-in*)<sup>97</sup>. Le dispositif existe également en droit de l'UE pour les

---

<sup>93</sup> CAMUS Albert, *Le Mythe de Sisyphe*, in: Essais, Bibliothèque de la Pléiade, Editions Gallimard 1965, p. 120.

<sup>94</sup> Art. 40 P-LSFin/CF, respectivement l'art. 1 par. 5 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>95</sup> Art. 38 al. 1 let. a P-LSFin/CF.

<sup>96</sup> FINMA Circulaire 2008/8 du 20 novembre 2008, N 10, p. 4.

<sup>97</sup> Art. 38 al. 3 P-LSFin/CF.

« *investisseurs qualifiés* »<sup>98</sup> qui peuvent demander d'être traités comme des investisseurs non-qualifiés, s'ils remplissent certaines conditions. Au niveau européen, il existe même un registre public pour les décisions d'*opting-in* et d'*opting-out* afin de mieux informer les émetteurs et de prévenir les abus.

Les exceptions de l'art. 38 P-LSFin/CF concernent encore le nombre d'investisseurs, la valeur nominale et la valeur totale de l'offre publique. Le Conseil national, lors d'une séance du 13 septembre 2017, a voté deux propositions visant à modifier le texte initial proposé par le Conseil fédéral<sup>99</sup>. Les propositions concernent, d'une part, le nombre minimal d'investisseurs privés<sup>100</sup>, et d'autre part, le seuil de la valeur totale de l'offre publique calculée sur une période de douze mois<sup>101</sup>. Le 3 novembre 2017, la Commission de l'économie et des redevances du Conseil des Etats a suggéré d'autres modifications au texte<sup>102</sup>. Il convient d'examiner successivement les divergences entre le Conseil fédéral et les chambres parlementaires.

S'agissant d'abord du nombre minimal d'investisseurs privés qui déclenche l'obligation d'établir un prospectus, le Conseil national a proposé de relever ce nombre de 150 à 500 personnes. Ainsi, le Conseil national s'écarte du texte initialement prévu par le Conseil fédéral<sup>103</sup>, mais aussi du seuil prévu en droit de l'UE<sup>104</sup>. Selon l'interprétation du texte, il est possible de se demander si le relèvement en droit suisse reste euro-compatible. En réalité, il ne fait que suivre la tendance européenne, car le seuil contenu dans le règlement Prospectus a aussi été rehaussé par rapport à celui de la directive Prospectus<sup>105</sup>. En outre, l'écart en droit suisse reste raisonnable compte tenu de la volonté de favoriser les activités de « *crowdfunding* » et d'innovation en Suisse.

Dans la seconde proposition du Conseil national, c'est la valeur totale de l'offre publique calculée sur une période de douze mois qui a été relevée. La nouvelle proposition du Conseil national consiste à porter cette valeur de 100'000 CHF à 2'500'000 CHF. En droit de l'UE, la directive Prospectus prévoyait aussi un seuil de 100'000 EUR<sup>106</sup>, mais le règlement Prospectus a fixé un nouveau seuil. Ce dernier prévoit que la valeur totale de l'offre peut aller jusqu'à 8'000'000 EUR avant qu'une obligation de publier un prospectus soit exigée<sup>107</sup>. Selon le considérant 13 du règlement Prospectus, « (...) les États membres devraient pouvoir définir dans leur droit national un seuil, compris entre 1'000'000 EUR et 8'000'000 EUR et exprimé comme étant le montant total de l'offre dans l'Union sur une période de douze mois (...) ». Il s'agira d'un changement très important en droit de l'UE, surtout pour les Etats membres qui choisiront

<sup>98</sup> Art. 2 let. e du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>99</sup> BO 2017 CN, N 1322ss.

<sup>100</sup> Art. 38 al. 1 let. b P-LSFin/CF.

<sup>101</sup> Art. 38 al. 1 let. e P-LSFin/CF.

<sup>102</sup> [<https://www.parlament.ch/press-releases/Pages/mm-wak-s-2017-11-03.aspx?lang=1036>] (21.12.2017).

<sup>103</sup> Art. 38 al. 1 let. b P-LSFin/CF.

<sup>104</sup> Art. 1 par. 4 let b du règlement Prospectus (UE) 2017/1129 prévoit un seuil de 150 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés.

<sup>105</sup> Art. 3 par. 2 let. b de la directive Prospectus 2003/71/CE prévoyait un seuil de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés.

<sup>106</sup> Art. 3 par. 2 let. e de la directive Prospectus 2003/71/CE.

<sup>107</sup> Consid. 13 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

d'appliquer le seuil maximal de 8'000'000 EUR. Ainsi, le nouveau seuil de 2'500'000 CHF proposé par le Conseil national ne paraît pas aussi choquant qu'il a pu paraître au moment des débats parlementaires. En outre, la Commission de l'économie et des redevances du Conseil des Etats a suggéré un alignement entre le seuil de droit suisse et celui de droit de l'UE, avec pour conséquence un nouveau rehaussement jusqu'à 8'000'000 CHF<sup>108</sup>. Cette mesure devrait permettre de garder la compétitivité de la place financière suisse. Il faudra suivre les débats parlementaires pour voir quel sera le seuil finalement retenu.

Ces nouvelles propositions ne sont pas au bénéfice des investisseurs de détail. Ainsi, il est permis de se demander si elles ne s'écartent pas des objectifs initialement prévus par le droit suisse et par le droit de l'UE qui devraient pourtant améliorer la protection des investisseurs.

## 2) *Exceptions selon le type de valeurs mobilières*

Dans le P-LSFin<sup>109</sup>, il y a douze exceptions selon le type de valeurs mobilières. Elles reprennent en grande partie celles visées par le règlement Prospectus<sup>110</sup>. Ainsi, sont exclus de l'obligation de publier un prospectus les titres de participation émis en dehors d'une augmentation de capital, les titres de participation émis ou fournis lors de la conversion ou de l'échange d'instruments financiers du même émetteur ou du même groupe d'entreprises, ou encore, les titres de participation émis ou fournis à la suite de l'exercice d'un droit lié à des instruments financiers du même émetteur ou du même groupe d'entreprises. Les exceptions visées se justifient pour garantir le bon fonctionnement des marchés financiers, en évitant de créer un déséquilibre dans la protection des intérêts en cause. En effet, la volonté de protéger les investisseurs ne doit pas conduire à faire supporter aux émetteurs des coûts exorbitants, en décalage avec les objectifs poursuivis par les législateurs.

Certaines valeurs mobilières sont exclues de l'obligation de publier un prospectus, puisqu'il existe « *des informations équivalentes à un prospectus du point de vue du contenu* ». Dans ces hypothèses, l'émission d'un prospectus ne se justifie pas, car l'investisseur a déjà accès à des informations équivalentes. Or, si une obligation d'établir un prospectus existait, elle serait disproportionnée. Par conséquent, le législateur a prévu une exception pour ne pas augmenter inutilement les coûts des opérations d'investissement.

Le nouveau droit suisse prévoit encore des exceptions en ce qui concerne les valeurs mobilières bénéficiant d'une « *garantie irrévocable et illimitée* » de la Confédération ou des cantons, de la BNS ou de banques centrales étrangères. Dans ces cas, la protection des investisseurs est assurée par la solvabilité du garant, de sorte que l'établissement du prospectus devient inutile et superfétatoire. La publication du prospectus n'a plus de raison d'être, car la garantie permet de protéger suffisamment les intérêts des investisseurs. En droit de l'UE, ce type de garanties ne font pas partie des exceptions,

---

<sup>108</sup>[<https://www.parlament.ch/press-releases/Pages/mm-wak-s-2017-11-03.aspx?lang=1036>] (21.12.2017).

<sup>109</sup> Art. 39 *in fine* P-LSFin/CF.

<sup>110</sup> Art. 1 par. 4 let. e à j du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

mais des cas en dehors du champ d'application des règles sur le prospectus<sup>111</sup>. Par conséquent, il s'agit plutôt d'un cas d'exemption qu'un cas d'exception à l'obligation de publier un prospectus. Cette divergence pourrait avoir des conséquences sur le régime juridique de la responsabilité<sup>112</sup>.

### C) *Contrôle ex ante du prospectus*

L'une des principales avancées de la réforme en droit suisse est l'introduction d'un contrôle au préalable pour le prospectus d'émission et pour le prospectus d'admission à la négociation de valeurs mobilières<sup>113</sup>. Cela signifie qu'il y aura désormais une obligation de vérifier le prospectus avant sa publication (1) par un organe de contrôle indépendant et selon une procédure bien établie (2). Le dispositif est conforme au droit de l'UE et permettra à la Suisse d'obtenir des équivalences et un accès facilité aux marchés de capitaux européens.

#### 1) *Obligation de contrôle avant la publication du prospectus*

En droit de l'UE, l'obligation existe déjà depuis 2003<sup>114</sup>. Elle a été reprise par le nouveau règlement Prospectus de 2017 dans un souci d'uniformisation des droits nationaux<sup>115</sup>. En droit suisse, il n'existe pas de contrôle *ex ante* dans le régime actuel. Ce n'est que le prospectus de cotation qui fait l'objet d'un contrôle *ex post* par la bourse suisse<sup>116</sup>, mais aucun contrôle au préalable par une autorité administrative indépendante n'est prévu. Il s'agira alors d'un grand changement quand le P-LSFin entrera en vigueur, car l'obligation de contrôle figurera désormais dans la loi, le contrôle interviendra avant la publication du prospectus et il concernera à la fois le prospectus de cotation et le prospectus d'émission. Il en résultera une harmonisation des règles et une meilleure sécurité juridique.

En vertu de l'art. 53 al. 1 P-LSFin/CF, le prospectus doit être soumis pour vérification à un organe de contrôle avant sa publication<sup>117</sup>. La disposition précise que l'autorité doit examiner et approuver « *l'intégralité, la cohérence et la clarté* » du prospectus. Cela permet d'accroître la diligence avec laquelle les émetteurs produisent leurs prospectus, car un refus éventuel par l'autorité compétence repousse le moment du début de l'offre et comporte le risque que certains investisseurs se désistent.

L'obligation de contrôle *ex ante* constitue un grand changement en droit suisse, mais elle comporte certaines exceptions. Par exemple, elle ne s'applique pas pour la feuille d'information de base<sup>118</sup> qui, tout comme en droit de l'UE, reste un document succinct avec une portée juridique bien plus limitée que celle du prospectus. Selon le Message du Conseil fédéral, il serait inadéquat et superflu de soumettre à un contrôle préalable

---

<sup>111</sup> Art. 1 par. 2 let. d du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>112</sup> *Infra*.

<sup>113</sup> Art. 53ss P-LSFin/CF.

<sup>114</sup> Art. 13 de la directive Prospectus 2003/71/CE.

<sup>115</sup> Art. 20 par. 1 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>116</sup> *Supra*.

<sup>117</sup> Message du Conseil fédéral concernant la loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin), Berne, 4 novembre 2015, p. 74.

<sup>118</sup> Art. 60ss P-LSFin/CF.

à la fois le prospectus et la feuille d'information de base. Pour cette raison, la feuille d'information de base est exclue du champ d'application de la nouvelle disposition.

Une autre exception au contrôle *ex ante* prévu par le nouveau droit suisse concerne le prospectus pour lequel une banque ou une maison d'émission a confirmé que les informations essentielles qui doivent y figurer, sont disponibles au moment de la publication<sup>119</sup>. Dans cette hypothèse, la protection des clients ne sera pas assurée par un contrôle *ex ante*, mais uniquement par un contrôle *ex post*. Cela permettra d'émettre plus facilement des emprunts sur les marchés financiers<sup>120</sup>. Néanmoins, cette disposition réduit considérablement l'intérêt de l'obligation du contrôle *ex ante* et peut être considérée comme incompatible avec le système européen. En droit de l'UE, le fait qu'une banque ou une maison d'émission peut confirmer l'existence d'informations essentielles dans le prospectus ne remplace pas le contrôle par une autorité administrative indépendante. Or, avec cette exception le droit suisse risque d'être moins contraignant que le droit de l'UE. Cela pourrait provoquer un refus par l'UE de reconnaître toutes les équivalences du droit suisse.

## 2) Procédure à suivre et organe de contrôle

En droit de l'UE, les autorités compétentes pour vérifier les prospectus sont des autorités administratives indépendantes désignées par chaque Etat membre qui doivent coopérer avec la Commission européenne, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et les autorités compétentes des autres Etats membres<sup>121</sup>.

En Suisse, le Conseil fédéral a pris la décision que la FINMA ne peut pas exécuter elle-même cette tâche de droit public et l'a conférée à un organe de contrôle au bénéfice d'un agrément de la FINMA<sup>122</sup>. Cet organe doit jouir d'une indépendance et d'une impartialité suffisantes au niveau de son organisation et son fonctionnement<sup>123</sup>. Si néanmoins l'organe de contrôle ne présente pas les garanties d'une activité irréprochable, la FINMA peut prendre toutes les mesures nécessaires, en fonction des circonstances de l'espèce, pour remédier à cette situation, voire retirer l'agrément de l'organe concerné. En droit de l'UE, la responsabilité des autorités compétentes relève du droit national de chaque Etat membre qui doit prévoir les garanties d'indépendance et d'impartialité, ainsi que les éventuelles sanctions en cas de leur non-respect<sup>124</sup>.

Les décisions de l'organe de contrôle relèvent de la procédure administrative<sup>125</sup>. Le délai pour prendre une décision est de dix jours civils à compter de la réception du prospectus (vingt jours pour les nouveaux émetteurs)<sup>126</sup>. Dans la version allemande du P-LSFin, il est fait référence à « *Kalendertage* », ce qui signifie que les jours civils

---

<sup>119</sup> Art. 53 al. 2 P-LSFin/CF.

<sup>120</sup> Message du Conseil fédéral concernant la loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin), Berne, 4 novembre 2015, p. 75.

<sup>121</sup> Art. 31 par. 1 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>122</sup> Art. 54 al. 1 P-LSFin/CF.

<sup>123</sup> Art. 54 al. 2 P-LSFin/CF.

<sup>124</sup> Art. 20 par. 9 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>125</sup> Art. 55 al. 1 P-LSFin/CF ; Art. 30ss de la loi fédérale du 20 décembre 1968 sur la procédure administrative (PA ; RS 172.021).

<sup>126</sup> Art. 55 al. 3-5 P-LSFin/CF.

doivent être compris comme des jours du calendrier, y compris les week-ends et les jours fériés.

En droit de l'UE, le délai prévu est de dix jours ouvrables à compter du dépôt du projet de prospectus<sup>127</sup>. Par conséquent, le délai est un peu plus long qu'en droit suisse, car les jours ouvrables ne comprennent pas les jours fériés et les week-ends, mais seulement les cinq jours ouvrables de la semaine. En conséquence, pour une offre publique déposée le même jour en Suisse et dans un pays membre de l'UE, les émetteurs suisses vont recevoir une réponse plus rapide de l'autorité compétente que les émetteurs européens. Cela pourrait améliorer la compétitivité de la place financière suisse par rapport à celle des Etats membres de l'UE.

#### **IV) Régime juridique de la mise en œuvre du prospectus**

La mise en œuvre du prospectus est une étape essentielle à la fois pour les émetteurs et pour les investisseurs. Elle nécessite de déterminer quelles sont les informations qui doivent figurer dans le prospectus (A) et quelle est la responsabilité liée à l'absence ou à l'inexactitude de ces informations (B).

##### **A) Contenu du prospectus**

Pour atteindre une meilleure protection des investisseurs, le législateur suisse et le législateur européen ont édicté de nouvelles règles concernant le contenu du prospectus. Après un aperçu du principe et des buts poursuivis par les réformes récentes (1), nous examinerons plus en détail le résumé du prospectus (2) et les éventuelles exceptions au contenu obligatoire (3).

##### *1) Principe et buts*

Les informations contenues dans le prospectus ont pour objectif de permettre aux investisseurs d'agir en connaissance de cause, c'est-à-dire d'avoir accès à des informations essentielles sur l'offre et sur l'émetteur. L'accès à ces données vise à lutter contre l'asymétrie d'informations entre les émetteurs et les investisseurs et à améliorer la transparence sur les marchés financiers.

Pour faciliter la compréhension des risques liés à l'investissement, le contenu du prospectus doit être le plus exhaustif, objectif et actuel que possible. Ainsi, toutes les informations sur l'émetteur, le garant et les valeurs mobilières doivent y figurer. Pour ce qui est des valeurs mobilières, le P-LSFin prévoit que le prospectus doit contenir des indications sur leur identification, les droits, les obligations et les risques qui y sont attachés<sup>128</sup>. En ce qui concerne les émetteurs et les garants, les informations doivent comprendre les organes sociaux, les comptes annuels, la raison sociale, le siège et surtout « *les perspectives, les risques et les litiges principaux* »<sup>129</sup>.

---

<sup>127</sup> Art. 20 par. 2 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>128</sup> Art. 42 al. 1 let. b et c P-LSFin/CF; Message du Conseil fédéral concernant la loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin), Berne, 4 novembre 2015, p. 68.

<sup>129</sup> Art. 42 al. 1 let. a ch. 1 à 4 P-LSFin/CF.

Il ressort de ce qui précède que le P-LSFin comporte des règles beaucoup plus claires et exhaustives que celles prévues par le droit actuel. Dans le CO, il n'existe pas d'obligations aussi précises pour les valeurs mobilières, ni sur les perspectives et les risques de l'investissement<sup>130</sup>. Ainsi, tous les aléas liés aux perspectives de l'investissement sont actuellement supportés par l'investisseur, tandis que l'émetteur reste à l'abri de toute responsabilité, en application du principe « *l'aléa chasse l'erreur* ». Avec le P-LSFin, l'obligation de faire figurer dans le prospectus des estimations sur la réussite du projet, sur les litiges et sur les risques renforce considérablement la protection des investisseurs. Cela signifie concrètement que l'émetteur ne doit plus garantir seulement l'existence des valeurs mobilières, mais aussi leur substance, le sous-jacent.

En outre, la nouvelle loi permettra d'aligner le régime juridique applicable au prospectus d'émission et au prospectus de cotation. En effet, la réglementation boursière contient déjà des règles assez détaillées sur les informations à fournir dans le prospectus de cotation, mais il n'existe pas d'équivalent pour le prospectus d'émission dans le CO<sup>131</sup>. Le P-LSFin fournira ainsi un cadre légal uniforme et permettra de mettre sur un pied d'égalité tous les émetteurs.

Une autre avancée par rapport à la réglementation actuelle réside dans la possibilité de renvoyer expressément à des documents publiés simultanément au prospectus<sup>132</sup>. Les références et les renvois doivent alléger le contenu du prospectus tout en garantissant son exhaustivité. Toutefois, l'utilisation de renvois n'est pas permise si elle contredit le but ou le sens des informations figurant dans le prospectus. De surcroît, le Conseil fédéral va poser des limites sur la nature et le type de documents qui peuvent faire l'objet d'une référence<sup>133</sup>. Ces limites auront pour objectif de garder dans le prospectus uniquement les informations pertinentes qui proviennent de sources officielles.

Le renforcement de la protection des investisseurs en droit suisse suit la tendance européenne. En vertu de la directive Prospectus, doivent être fournies « *des informations suffisantes et aussi objectives que possible sur la situation financière de l'émetteur et les droits attachés aux valeurs mobilières (...)* »<sup>134</sup>. Le règlement Prospectus va encore plus loin que la directive, en prévoyant une liste très exhaustive de tous les éléments qui doivent figurer dans le prospectus<sup>135</sup>. Il définit, par exemple, les facteurs de risques<sup>136</sup>, les informations par référence et leur incorporation<sup>137</sup>. Tout cela permet aux émetteurs de savoir précisément, ce qu'ils doivent inclure dans le prospectus, et aux investisseurs - ce qu'ils doivent attendre comme contenu. Toutefois, le nombre d'informations est assez conséquent pour que le contenu soit suffisamment clair et

---

<sup>130</sup> Art. 652a al. 1 ch. 1 à 7 CO et art. 1156 al. 2 CO (RS 220); CR CO II-ZUFFEREY Jean-Baptiste, art. 1156 CO N 43ss, p. 2878; SCHLEIFFER Patrick/REHM Christian, *Zum Prospekt nach Obligationenrecht*, L'expert-comptable suisse 2005, p.1027ss.

<sup>131</sup> Art. 27 du règlement de cotation, Six Swiss Exchange Regulation, 1<sup>e</sup> mai 2017, p. 9

<sup>132</sup> Art. 44 P-LSFin/CF.

<sup>133</sup> Art. 48 let. d P-LSFin/CF.

<sup>134</sup> Consid. 20 *cum* art. 7 al. 2 de la directive Prospectus 2003/71/CE.

<sup>135</sup> Art. 8 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>136</sup> Art. 16 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>137</sup> Art. 19 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

compréhensible pour les investisseurs. C'est la raison pour laquelle le législateur a prévu l'établissement d'un résumé.

## 2) *Résumé du prospectus*

Le résumé n'est rien d'autre qu'une version raccourcie et condensée du prospectus lui-même. En droit de l'UE, le résumé existe depuis la directive Prospectus<sup>138</sup>, mais en droit suisse il n'entrera en vigueur qu'avec le P-LSFin<sup>139</sup>. Son but est de favoriser la compréhension des informations par un bref aperçu des points les plus essentiels. Il ne sera pas permis d'utiliser des renvois ou des références, car ils pourront nuire à la clarté du résumé<sup>140</sup>.

Le droit de l'UE décrit d'une manière très précise le contenu et la forme du résumé. Il est prévu que le résumé doit être composé de quatre sections qui comprennent les avertissements, les informations clés sur l'émetteur, les informations clés sur les valeurs mobilières et les informations clés sur l'offre au public<sup>141</sup>. Concernant la forme, le règlement Prospectus indique que le résumé ne peut excéder une longueur maximale de sept pages de format A4 quand il est imprimé<sup>142</sup>. Ces dispositions doivent permettre d'harmoniser le régime applicable sur le fond et la forme du résumé dans l'ensemble de l'UE.

Le Conseil fédéral pourrait éventuellement s'inspirer des règles européennes lorsqu'il devra définir, par le billet d'une ordonnance, quelles sont les informations qui doivent figurer dans le résumé et sous quelle forme. Il est possible d'envisager aussi des cas d'exceptions au résumé, comme celles visées en droit de l'UE<sup>143</sup>.

Des informations détaillées sur le contenu et la forme du résumé auront l'avantage d'accroître la prévisibilité juridique pour les investisseurs, mais comporteront le risque d'engager plus facilement la responsabilité des émetteurs. Dans cet ordre d'idées, le Message du Conseil fédéral précise que le résumé doit être lu comme une introduction au prospectus, et non au lieu et place de celui-ci<sup>144</sup>. La décision de placement ne devra jamais être fondée exclusivement sur le contenu du résumé, mais sur une analyse complète de toutes les informations concernant l'émetteur, les garants, l'offre et les valeurs mobilières. Ainsi, la responsabilité de l'émetteur en lien avec le résumé ne devra être engagée qu'à des conditions beaucoup plus strictes que celles du prospectus<sup>145</sup>.

---

<sup>138</sup> Art. 5 al. 2 de la directive Prospectus 2003/71/CE.

<sup>139</sup> Art. 42 al 3 P-LSFin/CF.

<sup>140</sup> Art. 7 par. 11 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>141</sup> Art. 7 par. 4 let. a à d du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>142</sup> Art. 7 par. 3 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>143</sup> Art. 7 par. 1 let. a et b du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>144</sup> Art. 45 al. 2 let. a P-LSFin/CF; Message du Conseil fédéral concernant la loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin), Berne, 4 novembre 2015, p. 70.

<sup>145</sup> Art. 45 al. 2 let. C *cum* art. 72 al. 2 P-LSFin/CF; pour le régime en droit de l'UE, voir consid. 33 *cum* art. 7 par. 5 (2<sup>e</sup> phrase) let. e du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.



### 3) *Exceptions au contenu obligatoire*

Le P-LSFin prévoit que l'organe de contrôle pourra définir un certain nombre d'exceptions au contenu obligatoire du prospectus<sup>146</sup>. A l'état actuel du droit suisse, des exceptions existent uniquement pour le prospectus de cotation<sup>147</sup>. Or, l'entrée en vigueur du P-LSFin permettra d'aligner le régime juridique entre le prospectus d'émission et celui de cotation. Il en résultera une meilleure prévisibilité juridique et un cadre légal plus clair.

Des exceptions aux informations obligatoires du prospectus figurent également dans le nouveau règlement Prospectus de l'UE<sup>148</sup>. Il s'agit, par exemple, de la divulgation d'informations qui serait contraire à l'intérêt public ou qui porterait un préjudice grave à l'émetteur. En comparant le règlement européen avec le nouveau droit suisse, on s'aperçoit qu'ils contiennent des dispositions assez similaires, ce qui permet d'en déduire que l'introduction des exceptions en droit suisse peut être considérée comme euro-compatible.

En droit de l'UE, les dérogations existent depuis la directive Prospectus de 2003<sup>149</sup>. La seule avancée dans le règlement Prospectus réside dans l'obligation par l'autorité administrative compétente de chaque Etat membre de soumettre un rapport à l'AEMF sur les informations qui font l'objet de l'exception<sup>150</sup>. Cette modification s'inscrit dans le fil droit des objectifs poursuivis par la réforme visant à améliorer la transparence sur les marchés financiers et à uniformiser l'application des règles au niveau européen.

### **B) *Responsabilité liée au prospectus***

Après avoir exposé les règles sur le contenu du prospectus, il convient d'examiner le régime juridique de la responsabilité civile qui en découle. Nous débiterons notre analyse par la nature juridique de la responsabilité civile et son délai de prescription (1). Ensuite, nous nous focaliserons sur la question de la légitimation (2) avant de nous pencher sur les conditions de la responsabilité civile : l'acte illicite et la faute (3), la preuve du dommage et son calcul (4), et le lien de causalité (5). Les règles sur la responsabilité pénale<sup>151</sup> et administrative<sup>152</sup> ne feront pas l'objet de notre analyse.

---

<sup>146</sup> Art. 43 P-LSFin/CF.

<sup>147</sup> Art. 36 du Règlement de cotation de SIX Swiss Exchange.

<sup>148</sup> Art. 18 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>149</sup> Art. 8 par. 2 let. b et c de la directive Prospectus 2003/71/CE ; voir aussi Comunicazione CONSOB, DEM/9025420 du 24 mars 2009, *Definizione dei compiti assegnati alla Consob in sede di approvazione dei prospetti concernenti titoli azionari, redatti ai sensi della direttiva 2003/71/CE*.

<sup>150</sup> Art. 18 par. 1 (2e phrase) du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>151</sup> CR CO II-ZUFFEREY Jean-Baptiste, art. 1156 CO N 74, p. 2883.

<sup>152</sup> Pour une éventuelle action en responsabilité contre l'autorité administrative de surveillance des prospectus, voir CONTRATTO Franca, *Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht*, AISUF-Travaux de la Faculté de droit de l'Université de Fribourg Band/Nr. 251, 2006, §10 ch. II. C.

### 1) Nature juridique et délai de prescription de l'action en responsabilité

La nature juridique de la responsabilité à charge des auteurs du prospectus est une question très controversée qui n'a toujours pas trouvé de réponse en droit suisse et en droit de l'UE. S'agissant du droit suisse, la responsabilité des auteurs du prospectus est actuellement régie par deux dispositions du CO. D'abord, l'art. 752 CO couvre la responsabilité concernant l'émission d'actions, d'obligations simples, convertibles ou à option, ainsi que l'émission de tous autres titres comme les bons de participation, les options ou les notes<sup>153</sup>. Ensuite, l'art. 1156 III CO régit toutes les émissions qui ne tombent pas sous le champ d'application de l'art. 752 CO à savoir les émissions des sociétés de personnes, des sociétés à responsabilité limitée et des sociétés coopératives. Avec le P-LSFin, il n'y aura qu'un seul article applicable en la matière afin de combler les lacunes du régime actuel et de fournir un cadre légal uniforme<sup>154</sup>.

En droit de l'UE, la question de la responsabilité relève principalement du droit interne de chaque Etat membre<sup>155</sup>. Le règlement Prospectus de l'UE n'apporte pas de changement à ce sujet, car il laisse la possibilité aux Etats membres de définir par eux-mêmes la nature, les conditions et le délai de prescription de la responsabilité<sup>156</sup>.

En ce qui concerne la nature juridique de la responsabilité en droit suisse, le Tribunal fédéral a déjà jugé à propos de l'art. 1156 III CO qu'il s'agit d'une responsabilité délictuelle<sup>157</sup>. La doctrine dominante est du même avis<sup>158</sup>. Si on retient la qualification de responsabilité délictuelle, le délai de prescription sera d'un an<sup>159</sup>. Ce délai est très court en comparaison avec le délai de cinq ans prévu pour les sociétés anonymes privées<sup>160</sup>. La doctrine considère qu'il n'existe aucune raison de soumettre à un délai plus court les émetteurs publics que les émetteurs privés<sup>161</sup>. Une uniformisation des délais de prescription semble donc nécessaire, mais le P-LSFin ne contient aucune précision à cet égard. On aurait pu imaginer une requalification de la responsabilité délictuelle en responsabilité fondée sur la confiance. Toutefois, cela ne saurait résoudre le problème du délai de prescription, car il sera toujours d'un an<sup>162</sup>. Or, l'absence d'une

---

<sup>153</sup> CR CO II-ZUFFEREY Jean-Baptiste, art. 1156 CO N 83, p. 2885; BSK OR II-WATTER Rolf, Art. 752 OR N 3.

<sup>154</sup> Art. 72 P-LSFin/CF.

<sup>155</sup> Art. 6 de la directive Prospectus 2003/71/CE ; pour une comparaison des régimes de responsabilité dans les Etats membres de l'UE : ESMA, *Comparaison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013.

<sup>156</sup> Art. 11 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>157</sup> ATF 129 III 71, consid. 2.4, 2.5 et 2.6, p. 75.

<sup>158</sup> CAMENZIND Christian, *Prospektzwang und Prospekthaftung bei öffentlichen Anleiheobligationen und Notes*, th. Zürich, 1989, p. 86; KOWALEWSKI Jörn, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in der Schweiz und den USA*, 18. Kapitel: Schweiz, in: *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, HOPT Klaus J./VOIGT Hans-Christoph (éd.), 2005, p. 1024; BÖCKLI Peter, *Schweizer Aktienrecht*, Zürich, Bâle (Schulthess) 2009, N 16, p. 2023ss.

<sup>159</sup> Art. 60 CO (RS 220).

<sup>160</sup> Art. 760 CO (RS 220).

<sup>161</sup> CR CO II-ZUFFEREY Jean-Baptiste, art. 1156 CO N 74, p. 2883.

<sup>162</sup> Art. 60 CO (RS 220) applicable par analogie ; ATF 120 II 331, JdT 1995 I 359 ; ATF 130 III 345; ATF 121 III 350.

disposition claire nuit aux efforts législatifs d'améliorer la protection des investisseurs<sup>163</sup>.

En droit de l'UE, la nature juridique et le délai de prescription de la responsabilité civile sont laissés à la libre discrétion des Etats membres. Le règlement Prospectus, tout comme la directive, laisse une grande marge d'appréciation aux législateurs nationaux. En droit allemand, par exemple, il existe deux types de responsabilité pour le prospectus : la responsabilité spéciale<sup>164</sup> et la responsabilité générale de droit civil, parfois appelée « *responsabilité pour le prospectus au sens large* »<sup>165</sup>. S'agissant du délai de prescription, il est de cinq ans comme dans la majorité des Etats membres. Au Luxembourg, ce délai de prescription a toutefois été porté à trente ans<sup>166</sup>. Or, le délai de prescription d'un an en droit suisse paraît très bref en comparaison avec le système européen. La doctrine suisse a raison de s'inquiéter des incohérences procédurales, car elles peuvent nuire à la protection des investisseurs.

## 2) *Légitimation*

La question de la légitimation se décline en deux volets à savoir la légitimation active (a) et la légitimation passive (b). Leur examen est important dans la mesure où il permet de déterminer quelles sont les personnes ayant un intérêt légitime d'agir en justice, et quelles sont les personnes qui peuvent engager leur responsabilité en lien avec l'établissement du prospectus.

### a) *Légitimation active*

La légitimation active concerne les personnes capables d'intenter une action en justice en relation avec le prospectus. Dans l'état actuel du droit suisse, l'art. 752 CO restreint le cercle des personnes lésées aux « *acquéreurs des titres* ». Il s'agit des acquéreurs directs, à l'exclusion des acquéreurs ultérieurs dans la chaîne des transactions secondaires<sup>167</sup>. Ces derniers sont appréhendés par l'art. 1156 III CO<sup>168</sup>. Au moment de l'examen du P-LSFin, le législateur suisse a eu le choix entre ces deux dispositions. Il a opté pour le champ d'application plus restreint de l'art. 752 CO, en prévoyant qu'il incombe à l'acquéreur direct de l'instrument financier d'agir en justice<sup>169</sup>. Cela signifie que les acquéreurs ultérieurs ne pourront plus bénéficier d'une disposition spéciale prévue dans la loi, mais doivent fonder leur action sur le régime général de la responsabilité civile. Or, la preuve de la faute et du lien de causalité obéit à des conditions plus strictes<sup>170</sup>.

---

<sup>163</sup> CR CO II-ZUFFEREY Jean-Baptiste, art. 1156 CO N 108, p. 2891.

<sup>164</sup> § 21 Wertpapierprospektgesetz vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698), das zuletzt durch Artikel 6 des Gesetzes vom 17. Juli 2017 (BGBl. I S. 2446) geändert worden ist.

<sup>165</sup> LIAPPIS Dimitrios, *Das System der Haftung der Banken bei Aktienemissionen über die Börse-von den börsenrechtlichen Grundlagen zur Haftung aus unregelmässigen Informationsdienstleistungen (IPO-Studie, Unternehmenspräsentation)*, Berlin (Duncker & Humblot) 2003, p. 154.

<sup>166</sup> ESMA, *Comparaison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013, N 53, p. 15.

<sup>167</sup> CR CO II-ZUFFEREY Jean-Baptiste, art. 1156 CO N 75, p. 2883.

<sup>168</sup> TF, SJ 1997 108, consid. 5b; confirmation: ATF 131 III 306, SJ 2005 385, consid. 2.

<sup>169</sup> Art. 72 al. 1 P-LSFin/CF.

<sup>170</sup> Art. 41ss CO (RS 220).

En droit de l'UE, chaque Etat membre devra définir dans sa législation nationale les règles sur la légitimation active<sup>171</sup>. Dans tous les pays où un régime spécifique de responsabilité s'applique, les personnes habilitées à intenter une action en justice sont les investisseurs, à l'exclusion des tiers<sup>172</sup>. Dans les autres pays, où il n'existe qu'un régime général de responsabilité pour le prospectus, le cercle des personnes lésées peut être plus ou moins large et peut varier considérablement d'un droit à l'autre. En Belgique, par exemple, ce sont les acquéreurs directs des valeurs mobilières et les intermédiaires financiers qui peuvent demander la réparation d'un dommage<sup>173</sup>. Par conséquent, les investisseurs doivent toujours se renseigner quel sera le droit applicable avant d'acheter les titres financiers.

#### b) Légitimation passive

La légitimation passive est définie d'une manière très large dans l'état actuel du droit suisse. Il existe des divergences entre la définition de l'art. 752 CO<sup>174</sup> et celle de l'art. 1156 III CO<sup>175</sup>. S'agissant du nouveau droit suisse, il n'est pas encore certain qu'elles soient les personnes responsables. Le Conseil fédéral a proposé, dans un premier temps, que les personnes responsables sont celles ayant présenté ou diffusé des informations inexactes, trompeuses ou non conformes aux exigences légales soit au moyen du prospectus, soit au moyen de documents semblables<sup>176</sup>. Dans un second temps, le Conseil national a voté pour restreindre le cercle des personnes responsables, en excluant la diffusion du prospectus comme cause de la responsabilité<sup>177</sup>. Il faudra suivre les débats parlementaires pour savoir quel sera la version finale du texte.

En droit de l'UE, le règlement Prospectus fournit des règles bien plus précises que le droit suisse. Ainsi, la responsabilité « *incombe au moins à l'émetteur ou à ses organes d'administration, de direction ou de surveillance, à l'offreur, à la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé ou au garant, selon les cas* »<sup>178</sup>. En outre, le prospectus doit identifier clairement les personnes responsables et indiquer leur nom et leur fonction, ou bien, lorsqu'il s'agit de personnes morales, leur dénomination et leur siège social. Le prospectus doit encore contenir une déclaration de leur part « *attestant que, à leur connaissance, les informations contenues dans le prospectus sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omissions de nature à en altérer la portée* »<sup>179</sup>. Or, il s'agit d'une solide protection des intérêts des investisseurs, car ils connaissent

---

<sup>171</sup> Art. 11 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>172</sup> ESMA, *Comparaison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013, N 39, p. 13.

<sup>173</sup> ESMA, *Comparaison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013, N 40, p. 13.

<sup>174</sup> Art. 752 al. 1 CO (RS 220) vise à la fois les personnes qui ont diffusé, participé à l'établissement ou inséré des informations inexactes, intentionnellement ou par négligence, dans le prospectus ou dans des documents analogues.

<sup>175</sup> Art. 1156 III CO (RS 220) ne se réfère qu'aux personnes ayant contribué à l'émission publique des obligations.

<sup>176</sup> Art. 72 al. 1 P-LSFin/CF.

<sup>177</sup> BO 2017 CN, N 1323ss.

<sup>178</sup> Art. 11 par. 1 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129.

<sup>179</sup> Art. 11 par. 1 du règlement Prospectus (UE) 2017/1129 ; LOMBARDINI Carlo, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, Genève, Zürich, Bâle (Schulthess) 2012, p. 385.

avec beaucoup de précision envers qui ils doivent diriger leur action en cas de litige. En outre, ils peuvent engager plus facilement la responsabilité des émetteurs en se fondant sur l'attestation de conformité qui leur a été fournie. Il est regrettable que le P-LSFin n'aille pas aussi loin dans la désignation des personnes responsables. L'autoréglementation boursière concernant le prospectus de cotation prévoit des règles semblables à celles du droit de l'UE<sup>180</sup>, mais le législateur suisse ne s'en est pas inspiré pour le P-LSFin. En ce sens, l'entrée en vigueur du P-LSFin fournira moins de protection aux investisseurs que le règlement actuel de la bourse suisse.

### 3) *Acte illicite et faute*

En droit suisse, l'acte illicite est défini expressément dans la loi<sup>181</sup>. Le P-LSFin reprend les dispositions actuelles sans aucune modification. Sont visées « *les indications inexactes, trompeuses ou non conformes aux exigences légales* »<sup>182</sup>. Cette définition permet d'englober un grand nombre d'hypothèses susceptibles de porter atteinte aux intérêts des investisseurs. En outre, il convient de préciser que les « *indications trompeuses* » comprennent non seulement les fausses allégations, mais aussi les omissions intentionnelles, ou au moins par négligence, d'informations essentielles.

En droit de l'UE, la définition d'acte illicite est laissée à la libre discrétion des Etats membres. Il en résulte une certaine insécurité juridique à la fois pour les émetteurs et pour les investisseurs, car en fonction du droit applicable le régime de la responsabilité civile varie. Toutefois, il aurait été difficilement envisageable d'imposer aux vingt-huit Etats membres de l'UE un régime de responsabilité unique, car l'UE n'est pas un Etat fédéral et les Etats membres doivent pouvoir sauvegarder leur souveraineté législative.

Conformément à la conception classique en matière de responsabilité civile, l'acte illicite doit être commis intentionnellement, ou au moins par négligence, pour que l'auteur soit jugé<sup>183</sup>. En l'état actuel du droit suisse, le fardeau de la preuve incombe à l'investisseur qui prétend à l'octroi de dommages-intérêts<sup>184</sup>. Toutefois, il s'agit d'une preuve très difficile à établir. C'est la raison pour laquelle un renversement de la charge de la preuve a été prévu par le Conseil fédéral lors de l'examen du P-LSFin. Dans un souci de mieux protéger les intérêts des investisseurs, l'art. 72 al. 1 P-LSFin/CF dispose que la faute des auteurs du prospectus est présumée. La présomption est réfragable et pourra être renversée par l'émetteur en prouvant son absence de faute. Si cette proposition est retenue dans la version finale du P-LSFin, il s'agira d'une avancée très importante en droit suisse, car la faute n'est pas présumée sous le régime actuel. Toutefois, les chambres parlementaires n'ont pas réussi à se mettre d'accord sur cette question.

Dans un premier temps, le Conseil des Etats a réussi à rejeter une proposition de la Commission de l'économie et des redevances visant à abroger la présomption de la

---

<sup>180</sup> Règlement de cotation, Six Swiss Exchange Regulation, 1<sup>e</sup> mai 2017, schéma E, ch. 4.

<sup>181</sup> Art. 752 et 1156 CO (RS 220).

<sup>182</sup> Art. 72 al. 1 P-LSFin/CF.

<sup>183</sup> Art. 41ss CO (RS 220).

<sup>184</sup> Art. 752 et 1152 CO (RS 220).

faute<sup>185</sup>. Dans un deuxième temps, le Conseil national a voté son abrogation et le retour vers le régime actuel de droit suisse<sup>186</sup>. Cela signifie que le lésé devra toujours prouver le dommage, la faute et le lien de causalité. Dans un troisième temps, le Conseil des Etats a proposé de garder la présomption de la faute, mais de faciliter la preuve libératoire de l'émetteur<sup>187</sup>. Ainsi, pour se libérer de sa responsabilité l'émetteur ne devra pas prouver l'absence de faute, mais seulement qu'il a agi avec la diligence requise. Il faudra attendre l'élimination des divergences entre les deux chambres parlementaires pour savoir quel sera le texte final de l'art. 72 P-LSFin.

En droit de l'UE, la question de la faute des auteurs du prospectus est encore plus controversée et complexe qu'en droit suisse, car elle incombe au droit national de chaque Etat membre. En Bulgarie, par exemple, il s'agit d'une responsabilité objective sans faute (« *strict liability* »)<sup>188</sup>. En outre, en droit bulgare les auteurs du prospectus ne sont pas solidairement responsables, mais seulement conjointement, c'est-à-dire à la hauteur de leur participation dans l'établissement du prospectus. Cela signifie que l'investisseur devra diviser ses poursuites et supporte le risque d'insolvabilité de l'un des co-débiteurs.

Dans d'autres Etats membres, comme la France, la responsabilité est une responsabilité pour faute et les auteurs du prospectus répondent du dommage causé à l'investisseur solidairement. La solidarité passive évite à l'investisseur de devoir diviser ses poursuites et lui permet de se retourner contre la personne la plus solvable pour demander réparation intégrale de son dommage. Afin de tenir compte de l'implication individuelle de chaque auteur dans l'établissement du prospectus, la personne condamnée à des dommages-intérêts peut ensuite intenter une action récursoire contre les autres co-débiteurs. Cette action intervient après la réparation du dommage à l'investisseur, ce qui lui permet de ne pas subir le risque d'insolvabilité de l'un des co-débiteurs. C'est le cas prévu par la France, l'Estonie et le Royaume-Uni. Dans ces trois pays, la négligence constitue une condition subjective minimale pour engager la responsabilité des auteurs du prospectus, tandis que l'intention est une circonstance aggravante<sup>189</sup>. Par ailleurs, en Estonie la faute est présumée.

#### 4) *Preuve et calcul du dommage*

La preuve de l'existence d'un acte illicite et d'une faute ne peut être suffisante pour engager la responsabilité des auteurs du prospectus si aucun dommage n'est subi. La preuve de ce dommage et son calcul incombent à l'investisseur. Il devra démontrer le montant en argent avec lequel son patrimoine aura diminué à cause des informations inexactes, trompeuses ou non-conformes aux exigences légales<sup>190</sup>. La quotité du dommage dépend du calcul de la valeur hypothétique des produits financiers si

---

<sup>185</sup> BO 2016 CE, N 1168ss.

<sup>186</sup> BO 2017 CN, N 1323ss.

<sup>187</sup> [<https://www.parlament.ch/press-releases/Pages/mm-wak-s-2017-11-03.aspx?lang=1036>] (21.12.2017).

<sup>188</sup> ESMA, *Comparaison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013, N 37, p. 13.

<sup>189</sup> ESMA, *Comparaison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013, N 36, p. 13.

<sup>190</sup> CR CO II-ZUFFEREY Jean-Baptiste, art. 1156 CO N 88, p. 2887.

l'émetteur avait fourni les informations manquantes, respectivement s'il n'avait pas inclus les indications inexacts ou trompeuses. Une éventuelle faute concomitante de l'investisseur est prise en compte et conduit à diminuer le montant du dommage<sup>191</sup>.

En droit suisse, ce sont les dispositions du régime général de la responsabilité délictuelle qui s'appliquent<sup>192</sup>. Les art. 752 et 1156 III CO n'instaurent pas de régime spécial pour la preuve et le calcul du dommage. Le P-LSFin suit cette tendance, car il ne contient pas de règle spécifique en la matière.

En droit de l'UE, la question de la preuve et du calcul du dommage relève exclusivement de la compétence nationale des Etats membres. Tous les Etats membres prévoient une indemnisation du dommage matériel. Certains vont même plus loin, car dans dix-sept pays dont l'Allemagne, la Bulgarie, l'Estonie, la France et l'Italie, la perte de chance (« *loss of opportunity* ») de ne pas avoir pu investir à de meilleures conditions fait aussi l'objet d'une compensation<sup>193</sup>. La réparation de ce poste du préjudice permet d'améliorer la protection des intérêts des investisseurs.

## 5) Lien de causalité

La preuve du lien de causalité entre l'information inexacte et la décision d'investissement est le dernier élément à prouver par l'investisseur. Certains Etats, comme l'Allemagne, ont introduit une présomption légale du lien de causalité en faveur de l'investisseur<sup>194</sup>. Ainsi, il incombe à l'auteur du prospectus d'essayer de renverser cette présomption, en prouvant que l'investisseur aurait de toute façon investi dans les produits financiers.

En droit suisse, l'investisseur devra établir la causalité naturelle et adéquate entre la faute de l'auteur du prospectus et le dommage subi. Le Tribunal fédéral a déjà eu l'occasion de se prononcer sur cette question en jugeant que la vraisemblance de causalité suffit<sup>195</sup>. Dans un arrêt plus récent, il a pu confirmer que « *dès l'instant où l'on admet l'efficience du marché, l'acquéreur peut partir de l'idée que la formation du prix intègre l'information que fournit le prospectus* »<sup>196</sup>. Or, s'il n'existe pas de présomption légale en droit suisse, les arrêts du Tribunal fédéral instaurent en quelque sorte une présomption judiciaire du lien de causalité. Dans tous les cas, il s'agit d'un allègement du fardeau de la preuve au bénéfice des investisseurs. Avec l'entrée en vigueur du P-LSFin, cette jurisprudence devra continuer à s'appliquer. Sa combinaison avec une éventuelle présomption de la faute de l'auteur du prospectus est susceptible d'instaurer un régime très protecteur pour les investisseurs qui se rapproche plus du régime de la responsabilité sans faute (« *strict liability* ») que de celui de la responsabilité délictuelle, telle que l'on la connaît actuellement en droit suisse. Il faudra suivre les débats parlementaires pour voir quelle sera la version finale du texte.

---

<sup>191</sup> Art. 44 al. 1 CO (RS 220).

<sup>192</sup> Art. 42 CO (RS 220).

<sup>193</sup> ESMA, *Comparaison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 2013, N 49, p. 14.

<sup>194</sup> LG Francfort-sur-le-Main, arrêt du 6 octobre 1992, 3/11 O 173/91.

<sup>195</sup> ATF 47 II 272, p. 293.

<sup>196</sup> CR CO II-ZUFFEREY Jean-Baptiste, art. 1156 III CO N 94, p. 2888; ATF 132 III 715, consid. 3.2.1.

## V) Conclusion

Le droit est une matière complexe. En droit financier, cette complexité réside dans la difficulté d'assurer simultanément la protection des investisseurs et celle des marchés en tant que tels. Le législateur en est conscient et propose régulièrement des réformes de simplification et d'harmonisation du droit. Pour améliorer la sécurité juridique, les réformes doivent prendre en compte l'interdépendance à l'échelle internationale des marchés financiers, ainsi que l'évolution de la société et des nouvelles technologies. Toutefois, ces objectifs sont parfois difficiles à mettre en pratique. Ainsi, la globalisation des marchés de capitaux exige que les droits nationaux deviennent de plus en plus harmonisés et similaires, mais cela entre en contradiction avec les intérêts nationaux en matière de compétitivité économique. Il en résulte des pressions politiques et des discussions sur la conformité d'un droit par rapport à un autre.

S'agissant du prospectus, le P-LSFin et le règlement Prospectus de l'UE visent à fournir un cadre légal plus clair et plus uniforme, tout en favorisant la transparence sur les marchés de capitaux et la protection des investisseurs. La compatibilité entre les deux systèmes juridiques est importante, bien que le Conseil fédéral n'ait pas hissé l'euro-compatibilité parmi l'un des objectifs poursuivis par le P-LSFin. En effet, le gouvernement et les chambres parlementaires suisses souhaitent préserver la compétitivité de notre place financière, ce qui signifie qu'un très grand rapprochement avec le système européen peut être perçu comme nocif pour l'économie. Toutefois, la compétitivité de la Suisse comprend aussi l'accès aux marchés et aux investisseurs étrangers. Or, l'accès au marché européen exige la reconnaissance du cadre juridique suisse comme équivalent à celui de l'UE. Un éventuel refus d'octroyer les équivalences peut s'avérer critique pour l'économie suisse, car seront menacées la capacité de négocier des valeurs mobilières européennes à Zürich, ainsi que la capacité pour les banques européennes d'acheter des actions d'entreprises suisses.

La décision de la Commission européenne<sup>197</sup> de limiter à un an l'équivalence accordée aux bourses suisses constitue un exemple récent de la complexité du droit quand des intérêts politiques et économiques entrent en jeu. Dans cette décision, l'UE exige de la Suisse que « *les marchés disposent de règles claires et transparentes en ce qui concerne l'admission de valeurs mobilières à la négociation, de sorte que ces valeurs mobilières peuvent être négociées de manière équitable, ordonnée et efficace et sont librement négociables* », ainsi que « *les émetteurs de valeurs mobilières sont soumis à des obligations d'information périodiques et permanentes assurant un niveau élevé de protection des investisseurs* »<sup>198</sup>. Ces dispositions visent précisément le prospectus d'émission et de cotation de valeurs mobilières. Par conséquent, la question de l'euro-compatibilité du droit suisse devient primordiale. L'adoption du P-LSFin pourra jouer un rôle très important en la matière et il faudra suivre de près l'évolution de son texte et de sa mise en place consécutive.

---

<sup>197</sup> Décision d'exécution (UE) 2017/2441 de la Commission européenne du 21 décembre 2017 relative à l'équivalence du cadre juridique et du dispositif de surveillance applicables aux bourses en Suisse conformément à la directive 2014/64/UE du Parlement européen et du Conseil, JOUE 2017, L 344, p. 52.

<sup>198</sup> Consid. 4 let. b et c de la décision d'exécution (UE) 2017/2441.



## Liste des abréviations

---

**AEMF** - Autorité européenne des marchés financiers.

**ASB** - Association suisse des banquiers.

**CE** - Conseil des Etats.

**CF** - Conseil fédéral.

**CN** - Conseil national.

**CO** - Loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le Code civil suisse, RS 220.

**Directive 2003/71/CE** - 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, JOCE 2003, L 345, p. 64.

**FINMA** - Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers.

**FISA** - The Federal Intermediated Securities Act, RS 957.1.

**HSC** - The Hague Securities Convention of 5 July 2006 on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary.

**KID** - *Key Information Documents*.

**LDIP** - Loi fédérale du 18 décembre 1987 sur le droit international privé, RS 291.

**LIMF** - Loi fédérale du 19 juin 2015 sur l'infrastructure des marchés financiers, RS 958.1.

**LPCC** - Loi fédérale du 23 juin 2006 sur les placements collectifs de capitaux, RS 951.31.

**LTI** - Loi fédérale du 3 octobre 2008 sur les titres intermédiés, RS 957.1.

**MiFID I** - Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID I), modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil.

**MiFID II** - Directive 2014/65/UE (MiFID II) du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, JOUE 2014, L 173, p. 349.

**OIMF** - Ordonnance fédérale du 25 novembre 2015 sur l'infrastructure des marchés financiers, RS 958.11.

**PA** - Loi fédérale du 20 décembre 1968 sur la procédure administrative, RS 172.021.

**P-LEFin** - Projet de loi sur les établissements financiers de novembre 2015 par le Conseil fédéral suisse.

**P-LSFin** - Projet de loi sur les services financiers de novembre 2015 par le Conseil fédéral suisse.

**PRIIP** - *Packaged Retail and Insurance-based Investment Products*.

**Règlement (UE) 2017/1129** - Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE, JOUE 2017, L 168, p. 12.

**Règlement (UE) n° 1286/2014** - Règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance, JOUE 2014, L 352, p. 1.

**Règlement délégué (UE) n° 2017/653** - Règlement délégué (UE) n° 2017/653 de la Commission européenne du 8 mars 2017 complétant le règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (PRIIP) par des normes techniques de réglementation concernant la présentation, le contenu, le réexamen et la révision des documents d'informations clés et les conditions à remplir pour répondre à l'obligation de fournir ces documents, JOUE, L 100, p. 1.

**WpPG** - *Wertpapierprospektgesetz vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698), das zuletzt durch Artikel 6 des Gesetzes vom 17. Juli 2017 (BGBl. I S. 2446) geändert worden ist.*

## Bibliographie

---

- AMADO Flavio/MOLO Giovanni/DE VECCHI Raffaele, *Die regulatorischen und zivilrechtlichen Aspekte des FIDLEG-Projektes: eine kritische Auseinandersetzung*, AJP 2013 S. 1783.
- BERTSCHINGER Urs, *Das Wertrechtbuch gemäß Art. 973c Obligationenrecht*, in: Law & Economics: Festschrift für Peter Nobel zum 70. Geburtstag, WALDBURGER Robert (éd.), Berne 2015, p. 311.
- BÖCKLI Peter, *Schweizer Aktienrecht*, Zürich, Bâle (Schulthess) 2009, p. 2024.
- BOHNET François, *La théorie générale des papiers-valeurs: passé, présent, futur*, th. Neuchâtel 1999, p. 348ss.
- BONNEAU Thierry, *Commentaire de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière*, JCP E Affaires n° 7, 12 février 2009, p. 1165.
- BONNEAU Thierry, *Valeurs mobilières et titres financiers en droit français*, Revue de droit bancaire et financier n° 2, 2009, Dossier 10.

- BONNEAU Thierry/DRUMMOND France, *Droit des marchés financiers*, Paris (ECONOMICA) 2010, 3e éd., n 78.
- BÖSCH, René, *Das neue Schweizer Prospektrecht gemäß E-FIDLEG-eine Bestandsaufnahme und erste Würdigung*, RDS 2016, p. 81ss.
- BOUCHETA Haroun, *Conflits d'intérêts et produits dérivés*, Bull. Joly Bourse, 1 décembre 2008, p. 562.
- BOUCHETA Haroun, *MIF 2 : les nouvelles bases de la réglementation financière*, Bull. Joly Bourse, 2014, p. 545.
- BOVET Christian/HERITIER-LACHAT Anne, *Banques*, in: *Finanzmarktaufsicht*, SBVR, Bd. XV, BOVET Christian (éd.), Bâle 2016.
- BREHIER Bertrand/BOUCHETA Haroun, *La réforme de l'appel public à l'épargne*, JCP E n° 8, 19 février 2009, p. 1191.
- BRUNNER Christoph, *Wertrechte-nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere*, th. Berne (Stämpfli) 1996, p. 191.
- CAMENZIND Christian, *Prospektzwang und Prospekthaftung bei öffentlichen Anleiheobligationen und Notes*, th. Zürich, 1989.
- CHAMMARTIN Catherine/VON DER CRONE Hans Caspar, *Kausalität in der Prospekthaftung*, RSDA 2006, p. 452ss.
- CONTRATTO Franca, *Der vereinfachte Prospekt für strukturierte Produkte nach Art. 5 und Kapitalmarktrecht*, GesKR 2006, p. 200.
- CONTRATTO Franca, *Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht*, AISUF-Travaux de la Faculté de droit de l'Université de Fribourg Band/Nr. 251, 2006.
- DAENIKER Daniel, *Grenzüberschreitende Aktienplatzierungen Schweizerischen Unternehmen*, in: *Neuere Entwicklungen im Kapitalmarktrecht*, WEBER Rolf (éd.), Zürich 2000, p. 71ss.
- DAENIKER Daniel/WALLER Stefan, *Due Diligence Defense der Banken bei Prospekthaftungsansprüchen*, in: *Kapitalmarkttransaktionen*, REUTTER Thomas U./WERLEN Thomas (éd.), EIZ Nr. 68, Zürich 2007, p. 55-79.
- EXPERTON Marie-Joseph, *L'investisseur qualifié*, Bull. Joly Bourse n° 2, 1999, p. 140.
- FOYER Jean, *La dématérialisation des valeurs mobilières en France*, Mélanges Guy Flattet, Lausanne 1985, p. 21.
- GUILLAUME Florence/BÉTRISEY Frédéric, *La qualification des instruments financiers dans le cadre d'émissions internationales*, GesKR 2010 S. 492, p. 493-494.

- HAAR Brigitte, *Anlegerschutz in geschlossenen Fonds- Kapitalmarkteffizienz, Behavioral Finance und Anlegerkoordination als Bausteine eines neuen Regulierungsparadigmas*, in: Festschrift für Klaus J. HOPT zum 70. Geburtstag, am.24 August 2010: Unternehmen, Markt und Verantwortung, GRUNDMANN Stefan/MERKT Hanno/HAAR Brigitte (éd.), Berlin, New York 2010, p. 1870.
- HONSELL Heinrich/VOGT Nedim Peter/WATTER Rolf (éd.), *Basler Kommentar Obligationenrecht II*, 5<sup>e</sup> éd., Bâle (Helbing) 2016 (cité: BSK OR II-AUTEUR).
- JÄGGI Peter, *Züricher Kommentar*, Art. 965-989 OR, Art. 1145-1155 OR, *Die Wertpapiere*, Zürich (Schulthess) 1959 (cité: ZK-AUTEUR).
- KEUNECKE Ulrich, *Prospekte im Kapitalmarkt: Anforderungen, Prospekthaftung bei geschlossenen Fonds, Investmentfonds, Wertpapieren und Übernahmeangeboten*, Berlin (Erich Schmidt Verlag GmbH) 2009, p. 108-110.
- KOWALEWSKI Jörn, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in der Schweiz und den USA*, 18. Kapitel : Schweiz, in: *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung*, HOPT Klaus J./VOIGT Hans-Christoph (éd.), 2005, p. 999ss.
- LE NABASQUE Hervé/COURET Alain, *Droit financier*, Paris (Daloz) 2012, 2e éd., N 351ss.
- LEIBENSON Joël, *Les actes de disposition sur les titres intermédiés*, Centre de droit bancaire et financier (CDBF), Zürich (Schulthess Verlag) 2013, p. 43.
- LIAPPIS Dimitrios, *Das System der Haftung der Banken bei Aktienemissionen über die Börse von den börsenrechtlichen Grundlagen zur Haftung aus unregelmässigen Informationsdienstleistungen (IPO-Studie, Unternehmenspräsentation)*, Berlin (Duncker & Humblot) 2003, p. 154.
- LOMBARDINI Carlo, *Droit bancaire suisse*, 2e éd., Genève, Zurich, Bâle (Schulthess) 2008.
- LOMBARDINI Carlo, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, Genève, Zürich, Bâle (Schulthess) 2012.
- MEIER-HAYOZ Arthur/VON DER CRONE Hans Caspar, *Wertpapierrecht*, 2e éd., Berne (Stämpfli) 2000, p. 3ss.
- NOBEL Peter, *Schweizerisches Finanzmarktrecht: Einführung und Überblick*, Berne (Stämpfli) 2004.
- NOTH Michael/GROB Evelyne, *Rechtsnatur und Voraussetzungen der Prospekthaftung*, PJA 12/2002, p. 1454ss.
- OSSA-DAZA Marie-Leticia/LE GRIS Inès, *Objectifs et enjeux de la Directive n° 2003/71/CE 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 aux négociations*, Bull. Joly Bourse n° 1, 1e janvier 2005, p. 5.

- PETITPIERRE Anne, *Les papiers-valeurs*, in: *Traité de droit privé suisse*, VON BÜREN Roland (éd.), Bâle 2006, p. 158ss.
- RAYROUX François, *Les produits structurés*, in: *Journée 2005 de droit bancaire et financier*, BOVET Christian/THÉVENOZ Luc (éd.), Zürich 2006, p. 50.
- ROBERTO Vito/WEGMANN Thomas, *Prospekthaftung in der Schweiz*, RSDA 2001, p. 161ss.
- ROHR Andreas, *Grundzüge des Emissionsrecht*, in: *Schweizer Schriften zum Bankrecht*, Band 3, Zürich 1990, p. 50.
- SCHLEIFFER Patrick/REHM Christian, *Zum Prospekt nach Obligationenrecht*, *L'expert-comptable suisse*, 2005, p. 1021.
- STEINER Christoph/BÜCHI Raffael, *Vom Wertrecht zur Bucheffekte – Kristallisation aus dem Nichts?*, *GesKR* 1/2007, p. 73.
- TERCIER Pierre/AMSTUTZ Marc/TRIGO TRINDADE Rita (éd.), *Commentaire romand, Code des obligations II*, 2<sup>e</sup> éd., Bâle, Zürich (Helbing) 2017 (cité: CR CO II-AUTEUR).
- THÉVENOZ Luc, *Intermediated Securities: The Cornerstone of the FISA*, in: *The Federal Intermediated Securities Act (FISA) and The Hague Securities Convention (HSC)*, (éd.) KUHN Hans/GRAHAM-SIEGENTHALER Barbara/THÉVENOZ Luc, Berne (Stämpfli) 2010.
- THÉVENOZ Luc, *Titres intermédiés : l'état de fait*, in: *Journée 2003 de droit bancaire et financier*, Berne (Stämpfli) 2002, p. 4.
- THÉVENOZ Luc/ZULAUF Urs, *Droit bancaire et financier BF 2011, 2013, Réglementation et autoréglementation des marchés financiers en Suisse (inc. FINMA)*, Berne (Schulthess) 2011.
- WATTER Rolf, *Prospekt(haft)pflcht heute und morgen*, *AJP* 1992 S. 48, p. 48ss.
- ZOBL Dieter/ARPAGAU Reto, *Zur Prospekt-Prüfungspflicht der Banken bei Emissionen*, in: *Aspekte des Wirtschaftsrechts-Festgabe zum Schweizerischen Juristentag*, 1994, p. 195.
- ZUFFEREY Jean-Baptiste, *La réglementation des systèmes sur les marchés financiers secondaires-contribution dogmatique et comparative à l'élaboration d'un droit suisse des marchés financiers*, thèse d'habilitation Fribourg, 1994 (cité : *Réglementation des systèmes*).