

La protection de l'investisseur dans les tours de financement : questions choisies

Frédéric Rochat

Table des matières

Introduction	30
I. Les droits de contrôle	30
1. L'information	30
a) Le système légal	30
b) Les enjeux des droits contractuels	31
c) Les différents types de clauses d'information	33
d) Le droit de vérification	34
2. L'influence : participation au conseil d'administration	35
a) Désignation d'un administrateur	35
b) Désignation d'un observateur	36
3. Droit de véto	37
II. Les prêts convertibles	39
1. Contexte	39
2. Contraintes du Code des obligations	40
a) Capital conditionnel	40
b) Droit de souscrire préalablement à l'emprunt et droit préférentiel de souscription	42
3. Conversion et taux de conversion	44
a) Mécanisme de compensation	44
b) Conversion obligatoire ou facultative	45
c) Anti-dilution	45
d) Superposition de prêts convertibles	46
III. Questions liées à une mise en bourse (IPO)	46
1. Classe d'action unique	46
2. Conflits d'intérêts	47
3. Clauses particulières des conventions d'actionnaires	48
IV. Gestion de nombreux actionnaires	50
V. Conclusion	51
Bibliography	51

Introduction

Cet article a pour but de mettre en exergue certaines questions et problématiques, tirées de la pratique, en relation avec la protection contractuelle des investisseurs au capital de sociétés suisses lors de tours de financement.

Les développements qui suivent traiteront des droits de contrôle accordés à l'investisseur (I), des pièges à éviter en relation avec des investissements sous forme de prêts convertibles (II), de certaines chausse-trappes à avoir à l'esprit dans la perspective d'une future mise en bourse de la société (III) et, finalement, de certaines suggestions d'ordre pratique dans la gestion d'un cercle important d'actionnaires (IV).

I. Les droits de contrôle

L'étendue du contrôle qui sera donné à l'investisseur dépendra de l'importance relative de son investissement, par rapport aux fondateurs, d'une part, et aux autres investisseurs, d'autre part.

Sans entrer dans de longs développements sur les intérêts divergents et convergents entre les fondateurs d'une société et les investisseurs qui financent son développement, relevons que le succès d'une entreprise tient souvent en grande partie à son management. Ainsi, l'investisseur qui a décidé d'entrer au capital d'une société soigneusement sélectionnée devra se demander s'il est toujours dans son intérêt d'augmenter le pouvoir des investisseurs, dont il fait partie, mais qu'il ne contrôle pas nécessairement. En d'autres termes, l'investisseur préfère-t-il accorder sa confiance à l'équipe de management ou au groupe des investisseurs ? La réponse dépendra bien souvent du type de problématique et des circonstances.

A mon sens, un contrôle efficace de l'investisseur sur la société repose sur trois piliers : l'information, l'influence dans la formation de la décision sociale et le droit de s'opposer à certaines décisions.

i. L'information

a) *Le système légal*

Il est notoire que les droits à l'information que la loi réserve à l'actionnaire sont très limités. C'est la conséquence logique de l'absence de devoir de fidélité ou de loyauté des actionnaires vis-à-vis de la société : sans protection de la

société contre une utilisation abusive par les actionnaires, il est nécessaire de limiter significativement les informations qui leur sont communiquées. C'est pourquoi le droit suisse, en son état actuel, ne donne aux actionnaires qu'un droit à obtenir le rapport annuel (art. 696 CO) et à poser des questions lors de l'assemblée générale, tandis que la possibilité de consulter les documents est soumise à l'approbation préalable de l'assemblée générale ou du conseil d'administration (art. 697 CO). Le nouveau droit de la société anonyme élargira modestement ce droit à l'information des actionnaires, principalement en permettant à des actionnaires détenant ensemble un pourcentage minimum d'actions de poser des questions au conseil d'administration (art. 697 nCO) et de demander la consultation de documents (art. 697a nCO) en tout temps, et non plus seulement durant l'assemblée générale. Mais le nouveau droit, comme le droit actuel, continuera à prendre en compte les intérêts de la société (notamment la protection des secrets d'affaires), renvoyant à une procédure particulière faisant intervenir un tiers indépendant, sous l'autorité du juge, lorsque l'intérêt légitime de l'actionnaire à l'information se heurte à un intérêt légitime de la société à la confidentialité (actuellement « contrôle spécial » selon les art. 697a ss CO, nouvellement appelé « examen spécial » dans le nouveau droit aux art. 697c ss nCO).

b) *Les enjeux des droits contractuels*

Les parties sont donc renvoyées à la documentation contractuelle – le plus souvent la convention d'actionnaires – pour aménager des droits à l'information plus étendus, en échange d'obligations de fidélité, de confidentialité, voire de non-concurrence. Les contours de ces droits et obligations réciproques sont négociés dans chaque cas particulier en fonction notamment des paramètres suivants.

- *Risque d'abus*. L'appréciation du risque lié à un potentiel abus des informations communiquées dépendra, d'une part, de la nature des activités de la société, plus ou moins sensible à la divulgation d'informations, et, d'autre part, du type d'investisseurs impliqués. En règle générale, les investisseurs institutionnels (y compris les fonds de capital-risque ou de *private equity*) sont moins susceptibles d'abuser d'informations qui leur sont transmises que des concurrents ou d'autres acteurs du même secteur. Néanmoins, cette règle générale souffre des exceptions, notamment lorsqu'un fonds compte parmi son portefeuille d'investissements d'autres sociétés actives dans le même domaine. Cette situation donne souvent lieu à des discussions compliquées, le fonds concerné ne pouvant ou ne voulant pas se lier, notamment en restreignant sa liberté ou celle des autres

sociétés en portefeuille, tandis que la société et les autres investisseurs souhaitent prévenir par un mécanisme de « paravents chinois » une transmission néfaste d'informations confidentielles.

- *Attention du management.* En déterminant l'étendue des droits à l'information garantis par le contrat, les parties doivent veiller à prendre en compte le temps et l'attention qui seront nécessaires pour les satisfaire. Ainsi, des rapports mensuels détaillés, accompagnés de présentations orales, s'ils peuvent paraître souhaitables aux investisseurs, auront vraisemblablement pour effet de détourner à l'excès le management de sa tâche principale : le développement des affaires dans l'intérêt de tous.
- *Obligations internes des investisseurs.* Certains investisseurs doivent obéir à des règles internes de communication à leurs propres actionnaires, qui les forcent à obtenir certaines informations de toutes leurs sociétés en portefeuille. De telles obligations doivent être identifiées assez tôt dans le processus de négociation d'un tour de financement, car elles sont susceptibles, dans des cas extrêmes, de constituer un obstacle à la transaction.
- *Risque de responsabilité d'organe de fait.* Le fait pour un investisseur de recevoir des informations étendues, conjugué à l'exercice d'autres droits de contrôle (notamment les droits de veto évoqués ci-dessous), lui fait courir le risque d'une responsabilité en qualité d'organe de fait en cas de faillite de la société.¹ L'investisseur aura donc un intérêt propre à trouver le juste équilibre dans le niveau d'information et de contrôle qui lui est garanti contractuellement.
- *Egalité de traitement.* Dans la mesure où tous les actionnaires sont parties à la convention d'actionnaires qui règle les droits à l'information, il me paraît que le conseil d'administration peut suivre les règles prévues sans encourir le reproche de violer l'égalité de traitement. En revanche, des actionnaires qui ne seraient pas parties à la convention d'actionnaires pourraient se plaindre d'une violation de ce principe. Cependant, le principe d'égalité de

¹ TF 4A_133/2021 du 26 octobre 2021: « La responsabilité fondée sur [l'art. 754 CO] incombe [...] non seulement aux membres du conseil d'administration, mais aussi aux organes de fait, c'est-à-dire à toutes les personnes qui s'occupent de la gestion ou de la liquidation de la société, à savoir celles qui prennent en fait les décisions normalement réservées aux organes ou qui pourvoient à la gestion, concourant ainsi à la formation de la volonté sociale d'une manière déterminante (ATF 132 III 523 c. 4.5 p. 528 s.; 128 III 29 c. 3a p. 30 s.; arrêt 4A_294/2020 du 28 décembre 2020 c. 3.1). Pour qu'une personne soit reconnue comme administrateur de fait, il faut qu'elle ait eu la compétence durable de prendre des décisions excédant l'accomplissement des tâches quotidiennes, que son pouvoir de décision apparaisse propre et indépendant et qu'elle ait été ainsi en situation d'empêcher la survenance du dommage (ATF 136 III 14 c. 2.4 p. 20 ss; 132 III 523 c. 4.5 p. 528 s.). »

traitement est relatif et permet (voire impose) de traiter différemment des actionnaires dans des situation différentes. Partant, à mon avis, il peut se justifier de refuser certaines informations à des actionnaires non parties à la convention d'actionnaires, au motif qu'ils n'ont pas accepté d'obligations de confidentialité ou de fidélité vis-à-vis de la société. Mais cette appréciation peut être délicate et le conseil d'administration devra être attentif lorsque la convention d'actionnaires n'inclut pas l'intégralité du capital.

c) *Les différents types de clauses d'information*

Sans prétention à l'exhaustivité, il me semble possible de classer les clauses contractuelles conférant un droit à l'information selon plusieurs points de vue :

- *Information spontanée ou sur demande.* Les clauses d'information prévoient généralement une information spontanée de la part de l'emprunteur sur des points spécifiques : comptes annuels et rapport de révision, budgets, rapports périodiques avec pointages financiers (*management accounts*), vérification de l'atteinte d'objectifs en lien avec le business plan, annonce d'événements particuliers (dépôts de brevets, litiges, sanctions, contrats importants). Il est fréquent que les investisseurs soient habilités à recevoir en outre la documentation remise aux membres du conseil d'administration. Mais les conventions permettent souvent aux investisseurs d'obtenir aussi des informations sur demande, notamment pour se conformer à des contraintes réglementaires ou à leurs obligations envers leurs propres investisseurs.
- *Information écrite ou orale.* L'information consiste le plus souvent en des rapports ou communications écrits. L'investisseur sera bien inspiré de se réserver aussi le droit de mener des entretiens (périodiques ou sur requête) avec les responsables de la société pour avoir une meilleure compréhension de la situation concrète de l'entreprise.
- *Information passive ou dynamique.* En plus de la réception des documents et informations que lui fournit le management, l'investisseur peut avoir intérêt à s'investir personnellement dans le suivi régulier des affaires de l'emprunteur, par le biais d'un poste de membre ou d'observateur au sein du conseil d'administration (voir ci-dessous).

d) *Le droit de vérification*

Pour s'assurer que les informations transmises sont correctes, l'investisseur s'assurera également un droit contractuel à pouvoir les vérifier. Cette vérification pourra prendre la forme d'entretiens avec le conseil d'administration, le management ou l'organe de révision ou de consultation des livres de la société. Pour tenir compte des enjeux liés à la protection des secrets d'affaires, il n'est pas rare de recourir à l'intervention d'un tiers indépendant pour vérifier certaines informations sensibles.

Ce droit de vérification pose certaines questions en pratique, car il faut trouver un juste équilibre entre, d'une part, le risque de tromperie de l'investisseur par la divulgation d'informations erronées ou partielles et, d'autre part, le risque qu'un investisseur pointilleux et soupçonneux, voire désireux de semer la zizanie pour des raisons tactiques, ne vienne perturber la marche des affaires.

- *Droit de lever copie ?* A mon avis, sauf clause contraire, le droit de consultation n'implique pas le droit de recevoir des copies. En revanche, à moins de circonstances particulières, il me paraît que le titulaire du droit de consultation a le droit de faire lui-même des copies des documents consultés, pour autant qu'il en garantisse la confidentialité et la sécurité.
- *Préavis ?* La convention d'actionnaires prévoit souvent un délai de préavis minimum. Si cela va de soi pour la remise de documents, il en va de même à mon avis pour des visites dans l'entreprise ou des entretiens avec des organes. Si l'on peut comprendre le souci d'un investisseur d'éviter que l'information ne puisse être trafiquée par le management dans ce délai, il ne faut pas perdre de vue les risques opérationnels pour la société liés à une arrivée inopinée d'une brigade d'experts (déstabilisation du personnel, désorganisation, manœuvres tactiques dans une guerre entre actionnaires, etc.).
- *Droit de choisir ses interlocuteurs ?* Bien que rare en pratique, il est envisageable qu'une clause contractuelle garantisse à l'investisseur de pouvoir choisir son interlocuteur pour répondre à ses questions. Par exemple, ceux qui pratiquent la due diligence savent qu'il est parfois édifiant d'obtenir une réponse spontanée d'un comptable sur telle ou telle pratique inhabituelle au sein d'une société, plutôt que la réponse bien préparée du directeur financier ! Naturellement, comme pour la problématique du préavis ci-dessus, la possibilité de telles prises de contact directes avec des employés subalternes ignorant souvent la nature des relations entre le management et les investisseurs n'est pas sans risque opérationnel pour la société.

2. L'influence : participation au conseil d'administration

a) Désignation d'un administrateur

Les investisseurs ont généralement le droit de désigner un ou plusieurs représentant(s) au sein du conseil d'administration. Ce droit leur permet, d'une part, d'assurer une information dynamique et, d'autre part, de participer à la formation de la volonté sociale et de défendre leurs intérêts spécifiques.

Notons les points suivants :

- « *Représentant* ». L'expression « représentant » de l'investisseur est un abus de langage, dès lors que l'administrateur, nommé, a l'obligation de préserver les intérêts de la société avant tout et qu'il ne peut suivre aveuglément les instructions de l'actionnaire qu'il « représente ». ² En pratique, néanmoins, il faut reconnaître que les représentants des investisseurs gardent les intérêts de la personne qui les a désignés bien présents à l'esprit.
- *Majorité*. L'équilibre des forces au sein du conseil d'administration est souvent un sujet brûlant dans les négociations d'un tour de financement. Lorsque les investisseurs ne sont pas prêts à abandonner leur exigence d'une majorité, mais que les fondateurs revendiquent une prédominance en invoquant leur connaissance du domaine, il est possible de prévoir, pour sortir de l'impasse, un droit pour les uns ou les autres de désigner la majorité des membres du conseil d'administration dans certaines conditions (par exemple l'atteinte ou non de certains objectifs).
- *Adéquation de la personne désignée*. La cohésion au sein d'un conseil d'administration est un des facteurs de succès d'une entreprise, surtout en cas de crise ou de situation tendue lorsqu'il faut agir vite et de manière unie. Le facteur humain joue donc un rôle important, et c'est pourquoi il est recommandé de prévoir dans la convention d'actionnaire des critères d'acceptation pour les administrateurs. S'il est généralement admis que les fondateurs, personnes physiques, sont aptes à siéger, les administrateurs indépendants et les représentants d'investisseurs devraient être raisonnablement acceptables, et la convention d'actionnaires devrait prévoir les personnes qui peuvent objecter, ainsi que les modalités pour cette objection (présentation d'un nouveau candidat, nombre limité d'objections, médiation, etc.).

² Sur la problématique du représentant au sens de l'article 707 alinéa 2 CO, et du « *doppelter Pflichtnexus* » qui s'ensuit, voir notamment, CR CO II-Peter/Cavadini, n. 20 ss, spécialement n. 22, art. 707.

- *Participation minimale.* Il est fréquent que la convention d'actionnaires conditionne le droit de désigner un administrateur au maintien d'une participation minimale au capital, de sorte que ce droit disparaît ou est suspendu si l'investisseur concerné est dilué au-dessous du pourcentage convenu. Cette clause n'est que rarement appliquée telle quelle, car le droit à la désignation d'administrateurs est généralement renégocié à chaque tour de financement, à l'instar des privilèges d'actions, pour trouver un nouvel équilibre entre les fondateurs, les administrateurs indépendants, les anciens investisseurs et les nouveaux arrivants.
- *Révocation.* Pour être complet et efficace, le droit de désigner un administrateur doit être accompagné d'une clause permettant à l'investisseur concerné de révoquer son représentant et d'en désigner un nouveau en remplacement. De même, mais en sens inverse, il serait contraire aux règles impératives du droit de la société anonyme (art. 705 CO) que la convention d'actionnaires ait pour effet d'empêcher l'assemblée générale de révoquer un membre du conseil d'administration lorsqu'il existe de justes motifs.³
- *Protection de l'administrateur.* La convention d'actionnaires prévoira souvent l'obligation pour la société de contracter une assurance de responsabilité civile pour ses organes dirigeants (assurance « D&O ») de manière que ceux-ci soient couverts s'ils causent un dommage à la société ou à des tiers. La personne déléguée comme administrateur d'une société par un investisseur sera bien inspirée de demander, outre l'assurance D&O, que l'investisseur lui-même s'engage à l'indemniser pour le cas où il serait recherché en responsabilité pour avoir suivi les instructions reçues.

b) Désignation d'un observateur

Les parties souhaitent généralement maintenir un équilibre entre l'influence des fondateurs, des investisseurs et des administrateurs indépendants (experts du secteur). Il arrive toutefois que certains investisseurs importants insistent pour participer aux séances du conseil d'administration afin de s'as-

³ Une jurisprudence vaudoise non publiée, résumée et critiquée par Wilhelm/Bloch, 108, déclare nulle, à l'aune de l'apparence de droit applicable en mesures provisionnelles, une clause d'une convention d'actionnaires désignant nommément les administrateurs, sans limite temporelle, au motif qu'elle contrevient au droit inaliénable de l'assemblée générale de destituer les administrateurs. Voir aussi Marchand, 1083, n. 3.4; CR CO II-Peter/Cavadini, n. 2a, art. 704: « [L]e droit de révocation de l'assemblée générale ne peut être ni éliminé ni même restreint, et ce ni contractuellement, ni statutairement ».

surer une information aussi complète que possible. C'est alors que le poste d'observateur sera utilisé. L'institution d'un observateur appelle les remarques suivantes :

- La responsabilité de l'observateur sera moindre que celle de l'administrateur, surtout si l'observateur se cantonne en fait au rôle passif qui lui est assigné. Si toutefois il assume un rôle actif au sein du conseil d'administration, que son avis est pris en compte et se révèle décisif sur certains sujets, l'observateur n'est pas à l'abri d'une responsabilité fondée sur la théorie de l'organe de fait.
- N'étant pas organe de la société, l'observateur n'est pas soumis, de par la loi, aux obligations de diligence, de loyauté et d'égalité de traitement applicables aux administrateurs (art. 717 CO). Partant, il est indispensable de lui faire signer, à son entrée en fonction, des engagements spécifiques de confidentialité et de non-concurrence.⁴
- Enfin, même si l'observateur ne vote pas formellement, le poids psychologique d'un ou deux représentants supplémentaires des investisseurs ne doit pas être sous-estimé : le temps de parole, la présence physique, les attitudes corporelles sont des facteurs intangibles, mais bien réels, qui influencent les rapports de force au sein du conseil d'administration, notamment dans la négociation de points sensibles.

3. Droit de véto

Pour certaines décisions importantes, les investisseurs exigent généralement un droit de véto, surtout lorsqu'ils sont en minorité au sein du conseil d'administration. J'ai déjà mentionné le dilemme de la confiance accordée aux fondateurs ou aux co-investisseurs, mais il est incontestable que l'adage « qui paie commande » doit s'imposer dans certains cas définis.

Juridiquement, la doctrine considère qu'un droit de véto est problématique, surtout au niveau des décisions du conseil d'administration. Alors que le droit de la société à responsabilité limitée prévoit expressément la possibilité d'un droit de véto statutaire (art. 807 CO), il est admis que les statuts d'une société anonyme ne pourraient pas le prévoir, ni pour les décisions ressortant des compétences de l'assemblée générale⁵, ni pour celles du conseil d'administra-

⁴ DuPasquier, 278.

⁵ Si la loi exige l'unanimité pour certaines décisions importantes (suppression du but lucratif – art. 706 al. 2 ch. 4 CO ; tenue d'une assemblée générale universelle – art. 701 al. 1 CO ; renonciation à la révision des comptes – art. 727a al. 2 CO), les exigences de majorité ne doivent pas conduire à un blocage de la société. Cf. CR CO II-Peter/Cavadini, n. 12 et 14, art. 703.

tion⁶. Certains auteurs considèrent qu'un tel droit de veto pour les décisions du conseil d'administration, même garanti contractuellement dans une convention d'actionnaires, serait contraire aux règles fondamentales de la société anonyme⁷.

En pratique, un moyen de contourner cette difficulté consiste à prévoir une majorité qualifiée (qui exige la participation des administrateurs représentant les investisseurs) pour les décisions importantes réservées. Mais même cette pratique doit être envisagée avec prudence : invoquant un arrêt du tribunal de commerce de Zurich de 2015⁸, les auteurs du modèle de convention d'actionnaires de la SECA⁹ proposent deux clauses alternatives à ce sujet, selon l'appétit des parties au risque juridique ! Sans avoir la prétention de trancher ici la controverse, je relève seulement que l'arrêt zurichois en question pose deux principes clairs :

- Il est exclu qu'une exigence de majorité qualifiée au niveau du conseil d'administration puisse trouver sa source dans les statuts ou un règlement d'organisation, qui obligerait la société elle-même, car cela serait contraire au principe d'égalité entre les membres du conseil d'administration ;¹⁰
- Il est en revanche expressément admis qu'une telle majorité qualifiée, et même un droit de veto, soient prévus dans une convention d'actionnaires, qui ne lie pas la société.¹¹

Partant, je considère qu'une clause de droit de veto, respectivement de majorité qualifiée incluant nécessairement les représentants des investisseurs, est valable dans une convention d'actionnaires.

⁶ Böckli, § 13, n. 121a s.; CO CO II-Peter/Cavadini, n. 4, art. 713 et réf. cit. en note 12.

⁷ Voir à cet sujet DuPasquier, 292 et réf. cit.

⁸ Arrêt du tribunal de commerce de Zurich (HG ZH) n° 140114-O du 28 octobre 2015 c. 4.3.4.

⁹ Cf. notes 21 à 23 du modèle de convention d'actionnaires (SECA Shareholders Agreement, 4^{ème} édition, novembre 2019).

¹⁰ HG ZH 140114-O c. 4.3.4: « Genau dem stehen die vorliegenden Bestimmungen des Organisationsreglements entgegen. Es wird eine Differenzierung zwischen den Nein-Stimmen/Enthaltungen der < B Directors > und denjenigen der übrigen Verwaltungsratsmitgliedern getroffen, was mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz nicht vereinbar ist. »

¹¹ HG ZH 140114-O c. 4.3.4: « [D]ie Vereinbarung von Vetorechten in Aktionärbindungsverträgen [ist] ohnehin unproblematisch. » Voir aussi Groner, 315 ss.; Marchand, 1087, n. 3.5; Premand, 139, n. 527; Wyss, 514.

II. Les prêts convertibles

I. Contexte

Le financement des sociétés start-up par le biais de prêts convertibles en actions semble prendre une importance croissante, notamment dans les circonstances suivantes :

- *Crédit-relai*. Lorsque le financement de la société prend plus de temps que prévu, et que les besoins de la société exigent un apport immédiat de liquidités, il est fréquent qu'un actionnaire existant octroie un prêt (*bridge loan*) d'un montant suffisant pour faire face aux besoins de trésorerie jusqu'à la date probable, généralement proche, de conclusion des négociations. La conversion du prêt intervient aux conditions du prochain tour, le prix de conversion étant alors souvent proche de 100% du prix d'émission du prochain tour, du moins lorsque la conclusion paraît assurée.
- *Gain de temps*. En l'absence d'accord sur la valorisation de la société, ou lorsqu'il y a encore trop d'incertitudes pour arrêter une valeur définitive, il n'est pas rare que les parties en présence s'accordent sur un prêt convertible. Les conditions de la conversion seront alors fixées par référence au prochain tour de financement, soit le droit de souscrire, par compensation, la même catégorie d'actions que les actions émises au prochain tour, mais à un prix de conversion (souscription) reflétant un rabais (*discount*), souvent de l'ordre de 15-30% selon l'appréciation du risque.
- *Besoin de protection en cas d'insolvabilité*. Certains investisseurs préfèrent conserver leur investissement sous forme de prêt, de manière à s'assurer le traitement privilégié réservé aux créanciers par rapport aux actionnaires en cas de faillite de la société, voire de revente de la société à vil prix à un tiers (lequel sera de fait contraint de faire en sorte que la société honore ses dettes). Si en revanche les affaires de la société sont florissantes, l'élément de conversion permet aux investisseurs de bénéficier du gain potentiel réservé aux actionnaires. Le prêteur a donc ainsi « le meilleur des deux mondes ». Notons qu'à l'inverse d'un investissement en capital, le prêt convertible est inscrit comme fonds étrangers au bilan de la société, de sorte qu'il est pris en compte dans le calcul du surendettement de l'article 725 alinéa 2 CO. Il doit souvent faire l'objet d'une postposition pour éviter le dépôt de bilan, réduisant ainsi l'attrait de la qualification de dette évoqué ci-dessus.
- *Restructuration*. Enfin, il arrive que des crédits soient convertis en capital, non parce que les parties l'avaient prévu d'emblée, mais comme une mesure

d'assainissement d'une société qui connaît des difficultés financières par la suite. Il n'y a alors pas d'option ni d'obligation de conversion, seulement une volonté commune de trouver une solution pour pérenniser l'entreprise.

2. Contraintes du Code des obligations

a) *Capital conditionnel*

L'article 653b alinéa 3 CO exige que le capital conditionnel permettant la conversion de la créance préexiste à l'octroi du droit de conversion. A défaut d'un tel capital conditionnel, le droit de conversion est « nul » selon le texte légal. De même, l'article 653 CO dispose que le capital conditionnel peut servir à la conversion « d'obligations d'emprunt ou d'obligations semblables ».¹²

En pratique toutefois, il est fréquent que des prêts convertibles soient octroyés hors la forme d'obligations d'emprunt ou d'obligations semblables (notamment par un seul créancier) et sans capital conditionnel sous-jacent. Cette pratique n'est guère problématique dans la mesure où tous les actionnaires signent le contrat de prêt convertible ou s'engagent d'une autre manière à effectuer tous les actes nécessaires à permettre la conversion aux conditions prévues. Mais la question prend toute son acuité lorsque la société ne peut pas recueillir l'accord de tous ses actionnaires – et cela arrive en pratique dans les sociétés à l'actionnariat dispersé et qui doivent urgemment trouver une solution de financement.

Bien qu'il n'y ait à ma connaissance pas de jurisprudence à ce sujet, je considère, avec la doctrine dominante citée ci-dessous, que cette pratique est juridiquement valable, avec les précisions suivantes :

- L'expression « obligations semblables » doit être interprétée largement et permettre d'utiliser le capital conditionnel pour garantir un droit de conversion lié à n'importe quelle forme de créance, incorporée ou non dans un papier-valeur, et même lorsqu'il n'y a qu'un seul créancier.¹³ La forme de l'emprunt doit néanmoins garantir aux actionnaires existants la possibilité d'y participer, dans la mesure où ils n'y renoncent pas (voir lettre b) ci-dessous).
- La nullité au sens classique du droit de conversion n'est pas une sanction adaptée. En interdisant l'émission d'options ou de droits de conversion sans

¹² Ces deux règles restent inchangées dans le nouveau droit de la société anonyme.

¹³ CR CO II-Zen Ruffinen/Urban, n. 12, art. 653; BSK OR II- Zindel/Isler, n. 13 s., art. 653; Böckli, § 2, n. 209.

capital conditionnel, la loi vise essentiellement à interdire l'octroi de tels droits sans couverture, pour protéger les actionnaires contre une dilution qu'ils n'auraient pas acceptée. Il n'y a aucune raison d'invalider ces droits d'option ou de conversion dans la mesure où la société est effectivement en mesure de les honorer, notamment si elle dispose d'actions propres en suffisance au moment de l'octroi ou si, par la suite, le capital conditionnel correspondant est voté par l'assemblée générale ou des actions propres sont acquises. Le droit de conversion n'est pas « nul », mais seulement sans effet (suspendu, *schwebend unwirksam*), tant que la société n'est pas en mesure de livrer les actions en cas d'exercice du droit de conversion.¹⁴ En tous les cas, l'inefficacité prévue par la loi ne vise que l'obligation de la société, mais pas celle des actionnaires lorsque ceux-ci se sont engagés à permettre la conversion, par exemple en signant le contrat d'emprunt convertible ou en vertu de la convention d'actionnaires.

Enfin, l'adoption d'une clause statutaire de capital conditionnel soulève une autre difficulté : il est fréquent en pratique que la catégorie d'actions à émettre lors de la conversion ne soit pas encore déterminée au moment de la conclusion de l'emprunt. Cette catégorie sera définie par référence au tour de financement suivant, dont les termes sont encore inconnus. Partant, la clause de capital conditionnel est complexe à rédiger et sa validité sujette à caution, pour autant qu'elle puisse être inscrite au registre du commerce.¹⁵ C'est pourquoi je préconise, dans toute la mesure du possible, de recueillir un accord exprès des actionnaires au prêt convertible, avec un engagement de prendre les mesures nécessaires pour y donner effet. Dans le cas d'un actionnariat dispersé, il est utile de prévoir dans la convention d'actionnaires le droit pour une majorité qualifiée d'actionnaires de consentir à un emprunt convertible – ou plus généralement à un tour de financement – et l'obligation des autres actionnaires, dans un tel cas, de procéder à toutes les opérations nécessaires pour permettre la conversion.

¹⁴ Reutter, 207; Böckli, § 2, n. 204; CR CO II-Zen Ruffinen/Urban, n. 18, art. 653b.

¹⁵ La clause statutaire suivante a été admise en 2014 au registre du commerce du canton de Vaud: « Le capital-actions sera [...] augmenté par l'émission d'un maximum de [...] actions nominatives privilégiées, de Catégorie [...] ou de même catégorie que celle introduite lors de la première augmentation de capital qui viendrait éventuellement à être décidée après l'introduction du présent article dans les statuts, soit le [date]... » (je souligne).

b) *Droit de souscrire préalablement à l'emprunt et droit préférentiel de souscription*

L'article 653c CO, qui postule l'existence d'une clause statutaire capital conditionnel, exige que les actionnaires existants se voient offrir la possibilité de participer à l'emprunt convertible, dès lors qu'ils seront dilués au moment de la conversion et ne pourront plus, à ce moment, exercer leur droit préférentiel de souscription (art. 653b al. 1 ch. 4 CO).

Comme indiqué ci-dessus, dans la mesure où il est possible d'obtenir l'approbation expresse des termes de l'emprunt convertible par tous les actionnaires, cet accord comprendra une renonciation au droit de participer à l'emprunt convertible (respectivement au droit de souscrire les actions à émettre au moment de la conversion, s'il n'y a pas de capital conditionnel sous-jacent).

Lorsqu'un tel accord exprès n'est pas possible, il faut alors être très attentif au processus, qui doit tenir compte des paramètres suivants :

- L'investisseur doit pouvoir compter sur un montant d'investissement fixe. Cela implique de pouvoir identifier tôt les actionnaires qui souhaitent participer (au *pro rata* de leur actionnariat) au prêt convertible.
- Les actionnaires existants doivent connaître les conditions de l'emprunt pour pouvoir valablement se prononcer sur l'exercice ou la renonciation à leur droit de participer à l'emprunt.
- Les parties (l'investisseur en particulier) n'accepteront de faire l'effort et d'encourir les frais de préparation de la documentation que lorsque les termes seront définitivement arrêtés, y compris le montant à investir.
- Le calendrier est généralement serré et ne s'accommode pas de nombreux allers-retours.

Dans un tel contexte, une solution praticable peut consister en ce qui suit :

- Négociation des termes principaux du contrat de prêt convertible avec l'investisseur sous la forme d'une lettre d'intention (*term sheet*) ;
- Contact avec les actionnaires principaux pour connaître leur intérêt à participer, et le cas échéant inclusion des actionnaires intéressés dans les négociations avec l'investisseur ; cette étape permet de dégager un montant estimatif pour l'investissement, sachant que les petits actionnaires ont tendance à ne participer que marginalement aux tours suivants ;
- Préparation d'une lettre aux actionnaires exposant la transaction et leur impartissant un délai pour manifester leur intérêt à participer au prêt convertible, à défaut de quoi ils seront réputés renoncer à leur droit de participer au prêt convertible et à leur droit préférentiel de souscription au moment de la conversion. Cette lettre explicative sera adressée aux

actionnaires avec la lettre d'intention et, si les circonstances le permettent, une convocation à l'assemblée générale pour voter le capital conditionnel nécessaire et une procuration pour exercer les droits de vote à cette assemblée générale.

- Sur la base des retours des actionnaires, à l'expiration du délai de détermination fixé, préparation et signature de la documentation finale, tenue de l'assemblée générale et paiement du prêt.

Le processus ci-dessus appelle les remarques juridiques suivantes :

- *Lettre d'intention.* Je considère que la lettre d'intention est une base suffisante pour une renonciation des actionnaires à leur droit de participer à l'emprunt : cette renonciation ne suppose pas la remise de la documentation finale. La situation est néanmoins délicate lorsque l'investisseur tente d'introduire à la dernière minute des modifications en sa faveur, par exemple en invoquant une détérioration de la situation de la société. Dans un tel cas, il serait prudent de soumettre les nouvelles conditions aux actionnaires, avec un court délai pour réagir en cas d'intérêt ; la prudence, toujours, recommanderait d'indiquer dans la première communication aux actionnaires qu'une réponse rapide pourrait être requise de leur part dans l'hypothèse où la documentation finale s'écarterait de la lettre d'intention.
- *Renonciation tacite.* Je considère que l'absence de réaction d'un actionnaire dans un délai donné vaut renonciation valable au droit de participer au prêt convertible et à l'augmentation de capital subséquente. Là encore, une clause de la convention d'actionnaires prévoyant spécifiquement un tel mécanisme sera bienvenue pour la sécurité juridique.
- *Modifications ultérieures.* Enfin, la question reste ouverte de savoir sous quelle forme le contrat de prêt convertible peut être modifié par la suite, d'accord entre le prêteur et la société emprunteuse. Eu égard à la renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription, consentie par référence à une transaction donnée, est-il admissible que le prêteur obtienne certains avantages en échange d'une renonciation à exercer certains de ses droits (par exemple sursis au droit d'exiger le remboursement lorsqu'un objectif n'est pas atteint, violation d'une garantie) ? A l'inverse, la société peut-elle librement accorder un délai de paiement à l'investisseur qui ne peut ou ne veut pas verser le montant de son investissement dans les délais convenus ?
- *Droits de titulaires de prêts convertibles existants.* La superposition de prêts convertibles successifs crée souvent un niveau de complexité remarquable. Outre les questions de conversion (voir ch. 3 ci-dessous), il faut déterminer dans quelle mesure les prêteurs, qui n'ont par hypothèse pas encore converti leurs prêts, ont le droit de participer à un nouveau prêt conver-

tible lorsqu'aucun tour de financement n'est intervenu. L'article 653d alinéa 2 CO contient des règles très générales sur la protection des titulaires de droit d'option et de conversion contre la dilution. Ce droit comprend-il la possibilité de participer *pro rata* à un futur prêt convertible ? Si tel est le cas, comment calculer le *pro rata*, puisque le prix de souscription (donc le nombre d'actions à émettre à la conversion) n'est pas encore connu ? En pratique, il vaut la peine de régler cette éventualité par une clause idoine dans le contrat de prêt convertible, en prévoyant le cas échéant sur quelle base les prêteurs du premier emprunt convertible peuvent participer au second, ou en excluant ce droit.

Notons que les problématiques ci-dessus en relation avec la lettre d'intention et la renonciation tacite se retrouvent de la même manière dans un tour de financement classique, sans prêt convertible, à cette différence près que l'augmentation de capital immédiate permet d'évacuer rapidement toute discussion au sujet du droit préférentiel de souscription, tandis que cette question peut rester en suspens jusqu'à la conversion en cas de prêt convertible.

3. Conversion et taux de conversion

La conversion d'un prêt en actions n'est rien d'autre qu'une souscription d'actions par compensation avec la créance découlant du prêt.

a) *Mécanisme de compensation*

En exerçant son droit de compenser, le prêteur déclare souscrire le nombre d'actions résultant de la division du montant de son prêt (augmenté d'éventuels intérêts) par le prix par action prévu dans le contrat de prêt convertible. Si le prêt convertible repose sur du capital conditionnel, le prêteur devient immédiatement actionnaire au moment de la déclaration d'exercice du droit de conversion ; sinon, un transfert d'actions propres par la société ou une augmentation de capital (ordinaire ou autorisée) doit intervenir.

Les intérêts convenus sur la créance du prêt convertible posent des questions fiscales en relation avec l'impôt anticipé, que je ne traite pas ici mais qu'il ne faut pas négliger lorsque le nombre de prêteurs (non bancaires) dépasse 10 (pour un seul prêt) ou 20 (pour tous les prêts).¹⁶ Une solution alternative que les parties peuvent envisager pourrait consister à fixer des rabais (*discount*) sur le prix de conversion dont le montant augmente au fil du temps.

¹⁶ Voir par exemple à ce sujet Oesterhelt, 755.

b) *Conversion obligatoire ou facultative*

Le contrat de prêt convertible doit distinguer clairement les cas dans lesquels le prêteur a l'obligation de convertir (la société peut exiger la conversion) de ceux dans lesquels il a seulement le droit de convertir. Il n'y a pas de règle universelle, le contrat devant fournir une solution adaptée à la situation particulière. En règle générale, une conversion lors du prochain tour de financement est obligatoire, de même qu'en cas d'atteinte de certains objectifs définis (*milestones*). La conversion est parfois possible, généralement au choix du prêteur, avant la maturité même en l'absence de tour de financement. Le prêteur sera bien avisé de prévoir un droit de convertir en tout temps en cas de vente de la société, faute de quoi le profit lié à une vente de la société pourrait lui échapper !

Il est utile de prévoir dans le contrat de prêt convertible un mécanisme permettant autant que possible de forcer la conversion si le prêteur ne coopère pas. Dès lors que c'est le prêteur qui doit souscrire les actions, le contrat de prêt peut contenir une procuration pour procéder à toutes les opérations donnant effet à la conversion, y compris signer une déclaration d'exercice du droit de conversion, un bulletin de souscription, etc. Cette solution n'est pas totalement satisfaisante, puisque la procuration, même octroyée conjointement, peut être révoquée en tout temps,¹⁷ mais elle permet en tout cas de pallier l'inaction du prêteur, si ce n'est son opposition active.

c) *Anti-dilution*

La conversion – et le rabais qu'elle comporte – peut avoir des effets surprenants en déclenchant l'application inattendue d'une clause d'anti-dilution convenue lors d'un tour de financement précédent¹⁸. En effet, si le rabais est de 20%, que le prix par action lors du tour au cours duquel la clause anti-dilution a été adoptée est de CHF 20 et que le prochain tour de financement prévoit un prix par action de CHF 23 (donc supérieur au prix du tour précédent), le prêteur pourra convertir au prix de CHF 18.40 (80% de CHF 23), soit un

¹⁷ CR CO I-Chappuis, n. 7, art. 34. ATF 118 II 496 c. 5b p. 499 ss: « [L]a procuration doit être conférée à l'unanimité au représentant de l'hoirie et peut, en tout temps, être révoquée par un seul ».

¹⁸ Une clause d'anti-dilution vise à protéger un investisseur contre les effets dilutifs d'un tour de financement ultérieur à une valeur par action inférieure au tour présent. Dans un tel cas, la clause d'anti-dilution donne à l'investisseur le droit d'obtenir des actions (soit en souscrivant de nouvelles actions à la valeur nominale, soit en obtenant des actions existantes d'autres actionnaires) de manière à diminuer son prix moyen d'acquisition. Il existe plusieurs variantes pour ce calcul, plus ou moins favorables à l'investisseur.

prix inférieur au prix du tour de référence pour l'anti-dilution. Ainsi, il est recommandé de prévoir à chaque tour de financement si la clause d'anti-dilution s'applique également au prix de souscription applicable à des titulaires de prêts convertibles. Il est d'ailleurs aussi recommandé de spécifier si la clause d'anti-dilution s'applique à tous les tours ultérieurs, ou seulement au tour suivant, et si elle peut trouver à s'appliquer plus d'une fois.

d) Superposition de prêts convertibles

Sans entrer dans les détails, il faut être conscient que, si un prêt convertible peut constituer un moyen commode de repousser le moment de la valorisation de l'entreprise à une date ultérieure, il peut être problématique de répéter l'exercice avant d'avoir converti le premier prêt. En effet, les calculs de conversion, les droits attachés aux différents titulaires des prêts convertibles et les relations entre ces droits sont complexes à appréhender. Nous verrons dans la section suivante que cette situation est très inconfortable également en cas de mise en bourse de la société, qui exige une présentation claire dans le prospectus de la structure du capital de la société, qu'il est difficile de fournir.

III. Questions liées à une mise en bourse (IPO)

L'objectif de cette section n'est pas de décrire en détail toutes les questions liées à un processus de mise en bourse (*initial public offering, IPO*) d'une société, mais de mettre en exergue quelques problématiques qui apparaissent en pratique. Une grande partie des points évoqués ci-dessous sont liés au fait que le processus d'IPO requiert une importante et longue préparation avant de connaître l'élément essentiel de la transaction : la fixation du prix d'émission et la décision de principe (« *go/no go* »), qui interviennent à l'extrême fin du processus, alors que la publication du prospectus, la due diligence et tout le marketing ont déjà eu lieu.

I. Classe d'action unique

Il semble aujourd'hui impensable de procéder à une IPO d'une société dont le capital conserverait des actions privilégiées. La préférence du marché va clairement à l'action unique¹⁹, de sorte qu'une conversion de toutes les actions

¹⁹ Sous réserve de l'existence d'actions à droit de vote privilégié dans certaines sociétés cotées qui comptent un groupe d'actionnaires familial de référence soucieux de garder le contrôle sans détenir la majorité du capital en valeur nominale.

privilégiées en actions ordinaires est une étape préalable nécessaire à tout processus d'IPO. La plupart des conventions d'actionnaires prévoient une telle conversion automatique en cas d'IPO, mais cela signifie souvent pour les investisseurs une perte des privilèges, sans compensation.

Il est possible de prévoir un mécanisme compensatoire (par exemple par l'émission de nouvelles actions à la valeur nominale). La difficulté réside alors dans le besoin de définir dans la convention, de manière abstraite, une formule de calcul de la valeur de référence nécessaire pour calculer les privilèges, et donc le nombre d'actions supplémentaires à émettre pour compenser la perte de ces privilèges, nombre qui sera connu au dernier moment lorsque le prix d'émission sera fixé. En l'absence d'un tel mécanisme prévu d'avance dans la convention d'actionnaires, il sera difficile d'obtenir la renonciation des autres actionnaires à leur droit préférentiel de souscription.

Enfin, si l'IPO n'est finalement pas réalisée, il y aura lieu de restaurer la situation antérieure, soit essentiellement les privilèges, ce qui sera complexe si des actions compensatoires ont été distribuées et qu'il faut les annuler.

2. Conflits d'intérêts

Une société en passe d'entrer en bourse a souvent effectué plusieurs tours de financement, et les investisseurs qui composent son capital ont des situations et des intérêts parfois différents :

- Certains investisseurs, présents dès les premières années de vie de la société, n'ont plus la possibilité de continuer à investir (la période d'investissement de leur fond ayant expiré), réalisent un bénéfice potentiellement substantiel même avec une valorisation modérée et ont besoin de réaliser une sortie (vente ou mise en bourse) à bref délai pour restituer à leurs actionnaires les fonds que ceux-ci ont avancés. Ils ont souvent des privilèges inférieurs à ceux des nouveaux investisseurs, de sorte qu'une conversion de toutes les actions en actions ordinaires les dérange peu, voire les avantage.
- D'autres investisseurs, entrés au capital à un stade ultérieur, ont payé un prix plus élevé et tablent sur une augmentation de valeur plus substantielle ; ils ont les moyens de financer de nouveaux tours de financement, potentiellement à des conditions qui leur sont favorables s'ils parviennent à sécuriser une position d'interlocuteur privilégié.

Une mise en bourse, si elle peut plaire aux fondateurs qui voient dans le financement sur le marché des capitaux le moyen de rester aux commandes de leur entreprise, n'est souvent pas un scénario de sortie privilégié pour les investisseurs :

- Le marché n'offre pas la prime qu'un acquéreur stratégique peut être prêt à payer pour des synergies.
- Dans une IPO, la société ne tentera pas de maximiser le prix de l'action, pour laisser un potentiel d'appréciation au cours de l'action dans le futur et garder ainsi la confiance du marché boursier à moyen et long terme.
- La vente de la participation par les actionnaires existants est généralement interdite durant les 6 à 12 mois qui suivent l'IPO (*lock-up*) ; elle est ensuite complexe, si l'investisseur veut éviter de provoquer une importante baisse du cours en offrant à la vente un important paquet d'actions.
- Le fait que la société soit publique diminue les chances d'une vente ultérieure à un acquéreur stratégique, en raison de la complexité des processus d'offres publiques d'acquisition.

Compte tenu de ce qui précède, il n'est pas rare de voir les représentants des investisseurs au conseil d'administration, souvent majoritaires à ce stade, se battre pour favoriser la solution la plus favorable à leur situation spécifique, sans grand égard aux intérêts de la société. Il peut s'ensuivre des situations de blocage inextricables que seul le risque d'une crise majeure peut débloquer, non sans dégâts collatéraux pour la société.

3. Clauses particulières des conventions d'actionnaires

Certaines clauses des conventions d'actionnaires méritent une attention particulière en relation avec une IPO. Il n'est pas rare qu'au début du processus, les parties réalisent qu'elles doivent modifier ou compléter la convention d'actionnaires, trop souvent rédigée avec une vente comme principal scénario de sortie.

Qualified IPO. Il arrive que la convention d'actionnaires prévoit différentes majorités pour déclencher un processus d'IPO, selon que l'IPO est « *qualified* » ou non, à savoir qu'elle permet aux investisseurs d'empocher un certain multiple de leur investissement. Comme le prix de l'IPO est fixé à la fin du processus, cette clause signifie seulement que la majorité ainsi définie peut s'opposer – au dernier moment – au lancement de l'IPO. Il faut donc être conscient que ce droit n'est pas celui de lancer le processus, mais de le stopper au dernier moment.

Table de capitalisation. Les règles sur l'établissement d'un prospectus dans le cadre d'une IPO exigent que la société présente la structure de son capital immédiatement après la mise en bourse, de manière claire.

- Il faut de ce point de vue éviter autant que possible que des options ou droits de conversion permettant d'acquérir des actions à une valeur fixe

(autres que les options de collaborateurs, bien acceptées par le marché) perdurent au-delà de la mise en bourse. En effet, le marché réagit généralement négativement aux droits de souscrire des actions à des conditions de faveur.

- Plus généralement, il est opportun de simplifier la structure du capital, si possible avant le passage chez le notaire qui intervient le jour avant la mise en bourse pour exécuter l'augmentation de capital. En particulier, il convient d'éviter de devoir convertir des prêts, exercer des options, ou émettre des actions anti-dilutives le jour avant l'entrée en bourse. D'une part, durant la phase de commercialisation (*roadshow*), cela complique la communication avec les investisseurs, qui consacreront trop d'énergie à comprendre les facteurs déterminant leur part au capital pour un investissement donné, au détriment de la compréhension du modèle d'affaires. D'autre part, comme les calculs des nombres d'actions se basent sur le prix définitif, ils ne pourront intervenir qu'au dernier moment ; la pré-validation de la documentation par le registre du commerce n'aura qu'un effet limité et les multiples documents nécessaires à l'émission d'actions nouvelles, émanant de signataires différents, seront finalisés dans l'urgence, autant de facteurs qui augmentent le risque d'exécution, déjà significatif au vu de la complexité du processus d'IPO lui-même.

Autres clauses. Il est important que la convention d'actionnaires prévienne un engagement des actionnaires d'accepter une interdiction temporaire de vendre leurs actions après l'IPO (*lock-up*), si possible en laissant une certaine latitude à la société et aux banques pour définir la période. La convention peut aussi prévoir l'engagement des actionnaires de prêter aux banques une partie de leurs actions pour une relativement courte durée, afin de permettre le placement sur le marché de ces actions supplémentaires, le cas échéant (*over-allotment*). Enfin, la convention prévoira qu'elle prend fin automatiquement en cas d'IPO (soit le premier jour de négoce) de manière à pouvoir indiquer sans ambiguïté dans le prospectus qu'il n'y a plus de convention d'actionnaires.²⁰

²⁰ L'existence d'un *lock-up* est généralement considérée comme un accord constitutif d'un groupe organisé, et les parties qui y sont soumises doivent être annoncées comme telles, conformément à l'art. 120 de loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 19 juin 2015 (Loi sur l'infrastructure des marchés financiers, LIMF, SR 958.1), art. 12 d'ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 décembre 2015 (OIMF-FINMA, SR 958.111).

IV. Gestion de nombreux actionnaires

Les besoins d'une start-up exigent souvent des actions rapides, qui s'accommodent mal des règles relativement rigides du droit des sociétés. L'un des problèmes fréquemment rencontrés est l'absence de réponse de petits actionnaires qui ne s'intéressent plus à la société, qu'il s'agisse d'anciens employés, d'enthousiastes des premières heures déçus par la dilution imposée par les tours de financement suivants, ou d'entrepreneurs à la retraite désormais en tour du monde à la voile !

Pour gérer ces situations, voici quelques propositions pratiques :

- Prévoir une clause permettant à une majorité importante (80 à 90%) de modifier la convention d'actionnaires sans le consentement des actionnaires restants. La validité de cette clause n'a pas été testée à ma connaissance. A mon avis, cette clause doit être considérée valable en tout cas dans la mesure où elle n'affecte pas les actionnaires qui n'y ont pas consenti de manière plus importante que les autres actionnaires, considérés globalement. Une telle clause se révèle utile, voire indispensable, pour permettre d'adapter la convention d'actionnaires à l'occasion d'un nouveau tour de financement lorsqu'il n'est pas possible de recueillir la signature de tous les actionnaires.
- Dans le même but, la convention d'actionnaires peut contenir une présomption, acceptée par chaque signataire, de ce qu'il accepte les propositions qui lui seront adressées par le conseil d'administration de la société (ou un représentant désigné à cet effet), à moins qu'il ne déclare s'y opposer dans un certain délai. Une telle clause permet notamment de mieux asseoir contractuellement la renonciation tacite au droit de souscription préférentiel en cas de nouveau tour de financement ou de prêt convertible (cf. point [II.2.b](#)) ci-dessus).
- Enfin, il est possible que toutes les parties confèrent une procuration expresse à une personne déterminée pour agir en leur nom en exécution des obligations prévues dans la convention d'actionnaires. Le représentant ainsi désigné s'adressera à tous les actionnaires avant d'agir en leur nom, pour leur donner la possibilité de réagir dans un bref délai. Sans opposition, le représentant pourra agir rapidement, par assemblée générale universelle et sans respecter le délai de convocation de 20 jours.²¹ Cela permet par

²¹ Le Tribunal fédéral a jugé qu'une renonciation à se prévaloir du délai de convocation de 20 jours de l'article 700 alinéa 1 CO n'était valable que dans un cas concret, mais que l'actionnaire ne pouvait valablement y renoncer abstraitement pour l'avenir (arrêt du tribunal fédéral 4C.88/2000 du 27 juin 2000 c. 2b). C'est pour la même raison que je préconise que le représentant valide sa procuration avant d'exercer ses droits.

exemple d'adapter le montant du capital conditionnel pour un plan d'option en faveur du personnel au pourcentage prévu dans la convention, de signer la convention d'actionnaires au nom de ceux qui sont inatteignables, ou de voter l'augmentation de capital nécessaire pour permettre la conversion d'un prêt.

V. Conclusion

La protection juridique de l'investisseur passe en grande partie par la négociation de droits contractuels. Ces droits, bien que standardisés dans une certaine mesure, restent à évaluer et façonner en fonction de chaque situation particulière. Les intérêts et aspirations des investisseurs ne sont pas tous identiques, les modèles d'affaires et les secteurs d'activités varient, et j'espère avoir contribué par les réflexions ci-dessus à mettre en évidence certains aspects pratiques à prendre en compte.

Bibliographie

- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (art. 530-964 CO), dans: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), 5^{ème} édition, Bâle 2016 (cité BSK OR II-auteur, n. XX, art. YY).
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4^{ème} édition, Zurich 2009.
- Commentaire Romand – Code des obligations I (art. 1-529 CO), dans : Thévenoz Luc/Werro Franz (Hrsg.), 3^{ème} édition, Bâle 2021 (cité CR CO I-auteur, n. XX, art. YY).
- Commentaire Romand – Code des obligations II (art. 530-1186 CO), dans : Tercier Pierre/Amstutz Marc/Trigo Trindade Rita (Hrsg.), 2^{ème} édition, Bâle 2017 (cité CR CO II-auteur, n. XX, art. YY).
- DuPasquier Ulysse, Le financement d'une jeune société – Environnement légal et rapports entre les acteurs du financement de jeunes sociétés anonymes, dans le cadre du financement par fonds étrangers et fonds propres, du financement participatif et des ICO, thèse Neuchâtel 2019.
- Groner Roger, Private Equity – Recht, Berne 2007.
- Marchand Sylvain, Recueil de contrats commerciaux, Modèles en français et en anglais commentés selon le droit suisse, Bâle 2013.
- Oesterhelt Stefan, Wandelanleihen und Wandeldarlehen – Besteuerung der Investoren und Emittentin, Expert Focus 2020, 754 ss.
- Premand Viviane, Les sociétés de famille dans les formes de la société anonyme et à responsabilité limitée, thèse Fribourg 2010.

Reutter Thomas, « Lediglich Punktuelle Anpassungen und Präzisierungen der Bestimmungen zum bedingten Kapital »? Bedingt zutreffend!, RSDA 2021, 302 ss.

Wyss Alexander, Finanzierung von Jungunternehmen – Der Aktionärsbindungsvertrag (2^{ème} partie), ECS 2006, 514 ss.