

Financer une société grâce aux marchés boursiers : risques et opportunités

Yannick H.D. Lambiel (MLaw, PhD Cand., Université de Fribourg)

Introduction

Les bourses¹ sont essentielles au fonctionnement de l'économie. Elles donnent aux entreprises² accès au financement par le grand public (fonds, caisses de pension, banques, assurances, autres investisseurs) et offrent des opportunités d'investissement. Le marché primaire de la bourse est composé des acquisitions d'instruments financiers nouvellement émis. Le montant payé revient aux émetteurs de ceux-ci. Les capitaux voyagent quasiment librement à travers le monde et les bailleurs de fonds sont donc partout. Le potentiel de financement est donc illimité.

Selon la théorie du financement hiérarchique (*Pecking Order Theory*), les entreprises recourent à des investisseurs seulement lorsque leur autofinancement n'est pas suffisant et préfèrent emprunter plutôt qu'augmenter leur capital³. En ce qui concerne la bourse, les modes de financement les plus courants sont l'émission de titres de participation et d'emprunts obligataires (*infra I*). Cette contribution aborde les conditions de la levée de capitaux sur les marchés boursiers (*infra II*) et les éléments financiers et juridiques à prendre en considération entre ces deux modes de financement (*infra II et III*).

I. Les modes de financement en bourse

A. Le financement par fonds propres

En contrepartie d'un apport en espèces versé par les primo-acquéreurs (art. 633 CO), une société peut émettre en bourse des actions (art. 622 ss CO) ou des bons de participation (art. 656a ss CO). Il peut s'agir d'une introduction en bourse (*Initial Public*

Offering ou *IPO*) ou d'une levée de fonds subséquente. Ces deux types de titres sont rémunérés sous forme de dividendes (art. 675 *cum* art. 660 al. 1 et 656a al. 1 CO). À la différence des actions, les bons de participation sont dénués de droit de vote (art. 656a al 1 et 2 CO).

Les bons de jouissance confèrent aussi un droit au dividende (art. 657 al. 2 CO), mais il est interdit de les émettre contre un apport, car ils n'ont pas de valeur nominale (art. 657 al. 3 CO). Il n'est donc pas possible de les émettre en bourse. Ils peuvent toutefois servir d'incitatif ou de moyen de fidélisation pour certains investisseurs.

B. Le financement par fonds étrangers ou hybride

La bourse permet également de se financer par l'émission d'obligations (*Bonds*), qui sont des parts d'un emprunt global (art. 312 ss CO). Standardisées, ces parts ont toutes les mêmes caractéristiques (art. 3 lit. a ch. 7 LSFIn), qui sont choisies par le débiteur⁴. Ce moyen de financement, qui n'est pas uniquement réservé aux entités publiques (*Government / Sovereign Bonds*), est aussi disponible pour les sociétés (*Corporate Bonds*)⁵. Il s'agit de titres de créance, soit tout instrument financier dont le rendement n'est pas un dividende (art. 3 lit. a ch. 2 LSFIn). Le rendement versé consiste dans un coupon (intérêt), qui est souvent plus avantageux pour l'entreprise que les intérêts d'un crédit bancaire⁶. Le financement peut aussi être structuré au moyen d'un intermédiaire, qui prête à la société et couvre ce risque en émettant lui-même des obligations (*Loan Participation Notes*)⁷.

Un emprunt peut être assorti d'un droit de conversion, qui appartient soit à l'investisseur (*Convertible*)⁸,

¹ En Suisse : SIX Swiss Exchange (la plus importante, 3^{ème} bourse en Europe), SIX Digital Exchange, BX Swiss, ainsi que la bourse *blockchain* BX Digital.

² Nous nous intéressons ici aux entreprises commerciales, à l'exclusion des banques et autres établissements financiers pour lesquels la loi fixe des exigences de fonds propres spéciales.

³ S. MYERS/N. MAJLUF, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have*, working Paper no 1396, Journal of Financial Economics 1984, pp. 2, 6 et 31 ; I. WELCH, *Corporate Finance*, 5^{ème} éd., Los Angeles 2022, p. 600.

⁴ Elles sont non-négociables. En pratique, l'émetteur choisira des caractéristiques appropriées aux investisseurs qu'il cible, tout en évitant de stipuler des conditions trop désavantageuses pour lui.

⁵ J. CHEN, *Corporate Bonds: Definition and How they're Bought and Sold*, Investopedia, 6 mai 2024.

⁶ L. SMITH, *Why Companies Issue Bonds*, Investopedia, 31 octobre 2021.

⁷ J. MERHAI/A. RICHA/N. BÉGUIN, *Les instruments financiers*, Bâle 2021, n° 214.

⁸ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 7), n° 208.

soit au débiteur (*Reverse Convertible*)⁹. Son exercice annule les obligations et provoque leur remplacement par des titres de participation¹⁰. Une obligation à option (*Warrant Bond*) confère quant à elle, sans qu'elle ne soit détruite, le droit d'acquérir des titres de participation à des conditions prédéterminées¹¹. À noter que l'option peut être négociée individuellement¹². Ces modes de financement hybrides doivent être prévus dans les statuts, car il s'agit de capital conditionnel (art. 653 ss CO)¹³. Par conséquent, les règles sur l'émission de titres de participation s'appliquent (art. 3 lit. a ch. 1, 2nd cas LSFIn).

II. L'énorme potentiel du financement en bourse

A. Le prix d'émission et la valeur nominale

Le capital-actions, le capital-participations et les dettes sont inscrits au bilan à leur valeur nominale. En pratique, leur prix d'achat/vente s'en écarte (et de loin sur les marchés boursiers).

SIX Swiss Exchange exige que la levée de fonds propres atteigne au moins CHF 25 millions au prix d'émission (art. 19 RC-SIX)¹⁴. Ce dernier ne peut pas être inférieur à la valeur nominale (art. 624 al. 1 CO). L'objectif est d'engranger davantage que la valeur nominale, *i.e.* une prime d'émission (agio) (art. 671 al. 1 ch. 1 CO)¹⁵. Définir correctement le prix d'émission est primordial, car il faut maximiser la demande des investisseurs et éviter un manque à gagner causé par des mouvements de marché brusques¹⁶. Pour ce faire, la société fait la tournée des grands investisseurs potentiels (*Roadshow*) pour récolter des offres

⁹ C. LOMBARDINI, *Droit bancaire suisse*, Zürich 2008, Chap. XXIV, n° 29.

¹⁰ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 7), n° 212.

¹¹ LOMBARDINI (n. 9), Chap. XXIV, n° 31 ; MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 7), n° 212.

¹² P. BÖCKLI, *Schweizer Aktienrecht*, Zürich 2022, §2 n° 125.

¹³ CR CO II-ZEN-RUFFINEN/GUEX, Bâle 2024, art. 653 CO n° 16.

¹⁴ S. MARBACHER, in : Baker&McKenzie (édit.), *The SIX Swiss Exchange Listing Rules*, Berne 2014, art. 19 RC-SIX n° 15.

¹⁵ W. STOFFEL, in : R. BAHAR/D. CANAPA/I. CHABLOZ/O. HARI/R. TRIGO TRINADE, *Modernisation du droit de la SA du 19 juin 2020*, CEDIDAC, Berne 2024, p. 191.

¹⁶ A. GANTI, *Bookbuilding*, Investopedia, 29 septembre 2020 ; F. ROCHAT, *La protection de l'investisseur dans les tours de financement : questions choisies*, in : D. Gericke (édit.), *A wonderful world: Neue Möglichkeiten, neues Recht, neue Herausforderungen*, EIZ 8. Tagung zu Private Equity, Zürich 2022, p. 46.

(*Bookbuilding*)¹⁷. Recourir aux titulaires de droit de souscription préférentiels (art. 652b CO) peut s'avérer utile, notamment.

S'agissant des obligations, le montant levé doit atteindre au minimum CHF 20 millions en valeur nominale (art. 10 RCE-SIX). Contrairement aux participations, elles peuvent être émises à un prix supérieur, égal ou même inférieur à la valeur nominale¹⁸. L'écart est néanmoins rarement plus grand que quelques pourcents, au contraire des participations¹⁹.

Il est possible d'émettre simultanément différents types de participations (p.ex. actions ordinaires, privilégiées, à droit de vote privilégié), lesquelles peuvent en outre être nominatives ou au porteur lorsqu'elles sont cotées (art. 622 al. 1^{bis} CO). L'emprunt peut aussi être segmenté en plusieurs catégories de valeur nominale différente afin de cibler des capacités de placement diverses²⁰. Dans tous les cas, en présence de plusieurs catégories de titres, chacune sera émise à un prix différent car elles n'ont pas les mêmes caractéristiques juridiques et économiques.

B. Le coût du financement

En premier lieu, la société doit choisir si elle veut recourir aux marchés boursiers. Cas échéant, elle choisit la bourse pertinente au regard de la réglementation, de l'endroit où le financement maximal pourra être trouvé, et d'autres facteurs casuistiques. Enfin, elle choisit le mode de financement approprié. Auprès d'une bourse suisse, elle doit choisir une forme adaptée pour que ses titres soient qualifiés de valeurs mobilières (art. 3 lit. b LSFIn *cum* art. 2 lit. b LIMF) : papiers-valeurs (art. 965 ss CO), droits-valeurs simples ou inscrits (art. 973c ss CO), ou titres intermédiaires (art. 3 LTI). Ils doivent aussi être préalablement cotés (art. 2 lit. *cum* art. 26 lit. b LIMF), *i.e.* approuvés par la bourse selon les conditions de son règlement de cotation (art. 35 al. 1 LIMF *cum* art. 9-26 RC-SIX et art. 4-28 RCE-SIX)²¹.

La société, en tant qu'émettrice (art. 3 lit. f LSFIn), présente une offre au public (art. 3 lit. h LSFIn *cum* art. 3 al. 7 OSFin) qui doit être contractuellement ferme et

¹⁷ J. PONCIANO, *What a Roadshow Is and How It Creates a Successful IPO*, Investopedia, 17 avril 2025.

¹⁸ Un prix inférieur à la valeur nominal permet d'augmenter l'attractivité de l'émission pour les investisseurs.

¹⁹ A. HAYES, *Bond Valuation: Calculation, Definition, Formula, and Example*, Investopedia, 31 août 2024.

²⁰ LOMBARDINI (n. 9), Chap. XXIV, n° 14.

²¹ SIX, *IPO Guide*, 2023, p. 30 ; SIX, *Bond Listing Guide*, 2022, p. 9.

accompagnée d'informations suffisantes (art. 3 lit. g LSFIn *cum* art. 3 al. 5 et al. 6 *a contrario* OSFin). Cette obligation est concrétisée par la validation d'un prospectus par l'organe de contrôle de la bourse (art. 51 ss LSFIn)²², qui sera ensuite publié (art. 35 *cum* art. 64 LSFIn). Il s'agit d'un document informatif détaillé sur l'émetteur, les valeurs mobilières et les modalités de l'offre (art. 40 al. 1 lit. a-c LSFIn). Une feuille d'information de base doit aussi être publiée (art. 58 ss LSFIn).

Une société ne saurait procéder seule à l'émission, car cela suppose un processus lourd²³. Elle doit s'entourer de représentants agréés par la bourse (art. 58a RCSIX)²⁴. Les avocats et les sociétés d'audit exigent des honoraires, tandis que les banques d'investissement prélevent une commission proportionnelle à la valeur de l'émission. La société doit aussi mandater un dépositaire des titres, une contrepartie centrale et un service de paiement, lesquels rendent technique-ment possible l'exécution des transactions boursières (*Clearing et Settlement*)²⁵.

Le financement par fonds propres ou convertibles requiert une augmentation de capital, et par consé-quent la modification des statuts de la société. Cela peut engendrer des frais d'organisation d'une AG, seule décisionnaire en la matière (art. 698 al. 2 ch. 1 CO)²⁶, des frais de notaire et des émoluments du re-gistre du commerce (art. 626 al. 1 ch. 3 et 4 *cum* art. 647 CO). En outre, un droit de timbre de 1% frappe toute émission de participations (mais pas de titres de créance), généralement colossal au vu des montants levés (art. 5 al. 1 lit. a *cum* art. 8 al. 1 lit. a LT).

III. Balancer la rémunération et le risque

A. Le cours boursier et le rendement

L'investisseur doit être dédommagé pour compenser la privation du capital qu'il fournit et pour couvrir le risque de le perdre²⁷. Les participations ne peuvent être rémunérées que par le versement de dividendes, jamais par intérêt (art. 675 al. 1 et 2 CO). Liés à la performance, ils peuvent être très élevés ; ils sont

inexistants en cas d'exercice déficitaire ou lorsque le bé-néfice doit être intégralement alloué aux réserves (art. 675 al. 3 CO). Un excédent de réserve peut néanmoins servir à verser des dividendes, indépendamment du résultat (art. 675 al. 2 et 3 CO)²⁸. Lorsqu'un dividende est possible, l'AG doit en approuver le principe et, cas échéant, le montant (art. 675 al. 2 *cum* art. 698 al. 2 ch. 4 et 5 CO).

Le modèle de base d'une obligation (*Straight Bonds*) prévoit une rémunération régulière, sous forme de coupon, déterminée par un taux d'intérêt fixe ou va-riable (*Floating Rate*) appliqué à la valeur nominale²⁹. Un taux flottant, en principe indexé sur un taux de référence (p.ex. SARON, EURIBOR)³⁰, ne connaît gé-néralement que des fluctuations faibles³¹. Des agences de notation (p.ex. Moody's, Standard&Poor's, Fitch) ont le mandat des émetteurs³² d'attribuer, en toute in-dépendance³³, une note à l'obligation pour son risque (*Rating*), déterminante pour le taux³⁴. Une société peu fiable peut donc émettre des obligations, mais le taux sera élevé pour compenser le risque (*Junk Bonds*)³⁵. L'éventuel droit de conversion modifie aussi le taux : celui des *Convertibles* est faible car le titulaire de l'obligation peut exercer ce droit à discrétion³⁶ ; celui des *Reverse Convertibles* est plus élevé car ce droit revient à la société³⁷. Il est aussi possible de jouer sur les effets de change en libellant le prix d'émission et les cou-ppons dans une devise et le remboursement dans une autre (*Dual Currency Bonds*)³⁸.

Les obligations ont une date de maturité à laquelle elles sont remboursées (art. 318 CO). Dans un ob-jectif marketing, la société peut prévoir une prime de remboursement en plus de la valeur nominale. Il s'agit d'ailleurs de l'unique source de rendement d'une obli-gation sans coupon (*Zero Bonds*)³⁹. En revanche, le capital social ne peut pas être remboursé (art. 680 al. 2 CO). Les seules exceptions consistent à liquider la

²⁸ Cela peut arriver lorsque la société est cotée et veut soutenir ou relancer son cours de bourse.

²⁹ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 7), n° 202.

³⁰ ATF 145 III 241, c. 3.5.1.

³¹ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 7), n° 195.

³² LOMBARDINI (n. 9), Chap. XXIV, n° 49.

³³ LOMBARDINI (n. 9), Chap. XXIV, n° 50.

³⁴ LOMBARDINI (n. 9), Chap. XXIV, n° 51 s.

³⁵ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 8), n° 211.

³⁶ L'objectif est d'exercer la conversion lorsque le cours des par-ticipations est élevé afin de réaliser une plus-value immédiate : LOMBARDINI (n. 9), Chap. XXIV, n° 26.

³⁷ LOMBARDINI (n. 9), Chap. XXIV, n° 30.

³⁸ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 7), n° 206.

³⁹ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 7), n° 205.

²² SIX Exchange Regulation SA pour SIX Swiss Exchange.

²³ LOMBARDINI (n. 9), Chap. XXIV, n° 38.

²⁴ SIX, *IPO Guide*, 2023, p. 8 ; SIX, *Bond Listing Guide*, 2022, p. 7.

²⁵ MARBACHER (n. 14), art. 23 RCSIX n° 1 ss.

²⁶ Sauf lorsque le CA fait usage de la marge de fluctuation pré-vue dans les statuts (art. 653s ss CO).

²⁷ ATF 145 III 241, c. 3.3.

société (art. 736 ss CO), réduire le capital (art. 653j ss CO), faire un *squeeze-out* après OPA (art. 137 LIMF) ou un rachat de titres propres (art. 659 ss CO)⁴⁰. La loi autorise néanmoins le versement sous forme de dividendes des réserves facultatives (art. 673 al. 3 CO) et de l'excédent des réserves légales (art. 671 al. 2 CO et art. 672 al. 3 CO).

Les porteurs des valeurs mobilières ont le droit de les vendre et de les racheter, en bourse (*Exchange Markets*) ou hors bourse (*OTC Markets*). Le cours d'une obligation, correspondant à la somme actualisée des coupons futurs, reflète la valeur actuelle du rendement total dans le temps⁴¹. On l'exprime en pourcent de la valeur nominale⁴². Le cours des titres de participation correspond aussi à la valeur actualisée de leur rendement futur, selon le modèle basique de GORDON / SHAPIRO, mais il est incertain. Basé sur divers facteurs (p.ex. économiques, conjoncturels, émotionnels, etc.), il est par nature plus volatile et aléatoire (risqué)⁴³. Le cours boursier n'a aucun effet direct pour la société. Néanmoins, une hausse peut lui être avantageuse lors d'une levée de capitaux propres ultérieure, qui se fera au prix du moment. En revanche, une baisse trop importante du cours des actions expose la société à des risques de prise de contrôle (art. 125 ss LIMF).

Fiscalement, les obligations sont des fonds étrangers, qui échappent donc à l'impôt cantonal sur le capital (art. 29 al. 1 LHID *a contrario*), et les intérêts sont des charges qui réduisent le bénéfice de l'émetteur, imposé à 8.5% au niveau fédéral (art. 57 *cum* art. 68 LIFD). Les dividendes sont en revanche prélevés après le calcul du bénéfice, donc ils ne diminuent pas l'impôt.

Pour les investisseurs, dividendes, coupons et prime de remboursement sont en principe amputés d'un impôt anticipé de 35% (art. 4 al. 1 lit. a-b *cum* art. 13 al. 1 lit. a LIA). Quant aux plus-values, elles sont imposées lorsqu'elles découlent de la fortune professionnelle d'une personne physique (art. 16 al. 3 LIFD *a contrario*) ou entrent dans le bénéfice d'une personne morale (art. 57 LIFD).

⁴⁰ CR CO II-J.L. CHENAUX/A. GACHET, art. 680 CO n° 38.

⁴¹ A. HAYES (n. 19).

⁴² A. BONDAIN, *Investissement : comprendre les obligations et le marché obligataire*, Zonebourse, 2 novembre 2023 ; J. CHEN, *Bond Quote: Definition, How to Read for Trading, and Example*, Investopedia, 17 octobre 2023.

⁴³ P.ex. l'adoption d'une politique de droit de douanes par les USA a causé beaucoup d'incertitude et les marchés se sont momentanément effondrés.

B. Les risques de défaillance de la société

Une bonne gouvernance implique de surveiller la situation financière (art. 716a ch. 3, 6 et 7 ; art. 717 CO)⁴⁴. Le marché scrute en outre les entreprises qui ont des participations cotées, car leurs états financiers sont publiés au minimum chaque semestre (art. 50 RC-SIX)⁴⁵. Des obligations de transparence supplémentaires existent, y compris lorsque seules des obligations sont cotées (art. 52 ss RC-SIX, art. 29 RCE-SIX).

La société doit veiller à ne pas tomber en perte de capital (art. 725a al. 1 CO). La situation est encore plus grave en cas de surendettement car, lorsque la perte est supérieure aux fonds propres, les dettes ne sont plus couvertes (art. 725b al. 1 CO). Sans plan d'assainissement viable, la société surendettée sera déclarée en faillite (art. 725b al. 3 et 4 CO *cum* art. 192 LP).

Les obligations sont des contrats ; les participations des parts de copropriété. Cette distinction a une incidence sur plusieurs plans. En cas de faillite, les créanciers obligataires sont colloqués en 3^{ème} rang (art. 219 al. 4 LP)⁴⁶, tandis que les porteurs de parts sont désintéressés en dernier, s'il reste encore des liquidités (art. 745 al. 1 CO). Contrairement aux dividendes, aléatoires par nature (*supra* III/A)⁴⁷, les coupons sont toujours dus, sauf faillite (art. 209 al. 1 LP) ou sursis concordataire (art. 297 al. 7 LP). Dans ces cas, la bourse suspend la cotation (art. 57 RC-SIX), voire la supprime (art. 58 al. 1 ch. 2 RC-SIX), afin de protéger le marché.

Il existe plusieurs moyens pour assainir la société. Les obligations émises avec une clause de subordination (*Subordinated Bonds*) seront remboursées après tous les autres créanciers⁴⁸, permettant ainsi de les assimiler à des fonds propres lors du calcul du surendettement⁴⁹ ; plus risquées de ce fait, leur taux sera plus élevé⁵⁰. Il est également possible d'exercer la clause de conversion, transformant effectivement des dettes en capitaux propres⁵¹. Cependant, l'exercice d'une option attachée à une obligation n'a pas d'effet

⁴⁴ ATF 132 III 564, c. 5.1.

⁴⁵ Cela dit, des manipulations comptables restent possibles (p.ex. affaire Enron aux USA).

⁴⁶ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 8), n° 203 ; SwissBanking, *Risques inhérents au commerce d'instruments financiers*, novembre 2019, p. 23.

⁴⁷ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 7), n° 195.

⁴⁸ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 7), n° 207.

⁴⁹ CR CO II-H. PETER/G. NERI-CASTRACANE, art. 725b CO n° 44.

⁵⁰ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 7), n° 207.

⁵¹ LOMBARDINI (n. 9), Chap. XXIV, n° 28.

direct sur le bilan de la société⁵².

Conclusion

Pour une société solide, se financer par emprunt obligataire est intéressant. Les coupons sont inférieurs aux dividendes qu'elle pourrait verser. Les créanciers n'ayant pas de droit de vote, la société ne concède aucun contrôle⁵³. Cela dit, si sa santé financière devait se détériorer, des éventuels droits de conversion permettent de rétablir l'équilibre fonds propres/étrangers. À l'inverse, en cas de bénéfice insuffisant ou de difficultés, il peut être plus avantageux d'émettre des titres de participation. La société réduit ses risques d'insolvabilité, de perte de capital ou de surendettement (art. 725 ss CO), car le dividende est maigre ou nul et il n'y a pas de droit au remboursement (art. 680 al. 2 CO).

Selon la théorie du portefeuille efficient de MARKOWITZ, les investisseurs rationnels ne décident que sur la base de la rentabilité espérée et sur le risque⁵⁴. Ils sont averses au risque : à rendement égal, ils préfèrent l'actif le moins risqué, et à risque égal l'actif le plus rentable. Chaque investisseur ayant un profil différent, il convient à chacun de constituer un portefeuille d'actifs financiers approprié.

D'une part, la structure du financement, obtenu en bourse ou non, doit maximiser le volume levé et réduire les coûts et les risques. D'autre part, il faut intéresser un maximum d'investisseurs, surtout au vu des montants potentiels en jeu lorsque l'on a recours aux marchés boursiers. En conclusion, il faut opter pour des équilibres judicieux entre fonds propres et fonds étrangers et balancer les intérêts de la société et ceux des apporteurs de capitaux.

⁵² LOMBARDINI (n. 9), Chap. XXIV, n° 31.

⁵³ MERHAI/RICHA/BÉGUIN (n. 7), n° 198.

⁵⁴ M-H. BROIHANNE/M. MERLI/P. ROGER, *Théorie comportementale du portefeuille : intérêt et limites*, Revue économique 2/2006 vol. 57, p. 297 ss.