

# QUALIFICATION JURIDIQUE DES SOCIAL IMPACT BONDS

## Sous l'empire de la LSFIn

**La loi fédérale sur les services financiers (LSFin), qui entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2020, définira les termes d'«instrument financier» et de «valeur mobilière». Les Social Impact Bonds sont une nouvelle source de financement d'initiatives philanthropiques qui pourrait connaître un développement significatif à l'avenir. Cette contribution examine comment ces opérations de levée de fonds devraient être qualifiées à l'aune du nouveau cadre réglementaire suisse.**

### 1. INTRODUCTION

La nouvelle loi fédérale sur les services financiers (LSFin), destinée à entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2020, introduira une définition du terme d'«instrument financier» (art. 3 (a) LSFIn), qui constitue l'une des pierres angulaires du nouveau cadre réglementaire. L'une des sous-composantes de la catégorie des instruments financiers est la «valeur mobilière», dont la définition – qui figure à l'heure actuelle à l'art. 2 (b) de la loi fédérale sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF) – sera reprise à l'art. 3 (b) LSFIn.

Un produit d'investissement qualifié d'«instrument financier» et/ou de «valeur mobilière» devra remplir certaines exigences documentaires avant de pouvoir être proposé à des investisseurs localisés en Suisse. À l'avenir – tout comme du reste déjà sous l'empire de la réglementation actuelle – la question de la qualification réglementaire du produit d'investissement est une question fondamentale qui doit être examinée en amont du lancement de tout projet de levée de capitaux.

Cette question se pose avec une acuité particulière s'agissant des *Social Impact Bonds* (SIB), qui représentent une nouvelle source de financement pour des organisations à but non lucratif. Même s'il n'est, à l'heure actuelle, pas acquis que les SIB gagneront en popularité durant ces prochaines années (au-delà des projets ponctuels qui ont d'ores et déjà été initiés [1]), il paraît intéressant d'examiner comment un SIB doit être qualifié à l'aune des définitions réglementaires

d'«instrument financier» et de «valeur mobilière» qui figurent dans la LSFIn. La présente contribution a pour objectif d'apporter une première réponse à cette question.

L'on relèvera que cette question n'aura, à ce stade en tout cas, pas une réponse unique, dans la mesure où les SIB constituent un produit d'investissement relativement nouveau et dont les caractéristiques n'ont pas encore été standardisées. Ces différences structurelles auront un impact sur la qualification réglementaire.

Dans le cadre de cette contribution, nous évoquerons, dans un premier temps, les principales caractéristiques d'un SIB (2.), avant de présenter les définitions réglementaires d'«instrument financier» et de «valeur mobilière» au sens de la LSFIn, ainsi que les principales obligations documentaires qui en découlent (3.). Nous examinerons ensuite comment des SIB devraient être appréciés à l'aune de ces définitions réglementaires (4.), avant de conclure (5.).

### 2. PRÉSENTATION DU CONCEPT DE SIB

Ces dernières années ont vu émerger les SIB, une nouvelle forme de financement destinée aux projets à caractère social, environnemental ou de développement.

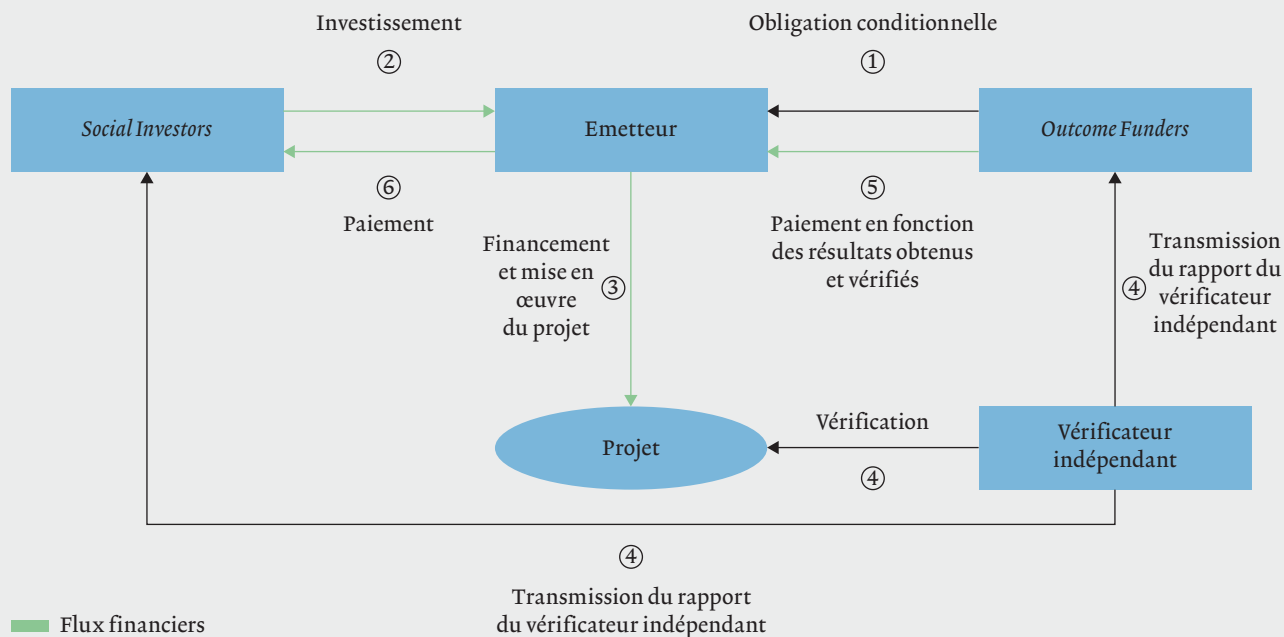
Un SIB réunit trois principaux groupes d'acteurs: (i) les investisseurs (généralement appelés les *Social Investors*), (ii) les financeurs (généralement appelés les *Outcome Funders*) et (iii) des organisations à but non lucratif [2]:

→ Les *Social Investors* mettent des fonds à la disposition d'une organisation à but non lucratif en vue d'obtenir un rendement financier qui est déterminé en fonction du «résultat» atteint par un projet mis en œuvre par cette organisation. De manière simplifiée, un «résultat» qui dépasse une valeur de référence pré-agrèée (*benchmark*) déclenchera une rémunération de l'investissement des *Social Investors*, alors qu'un «résultat» en-dessous de ce *benchmark* peut donner lieu à un rendement négatif pour les *Social Investors*. Les termes du SIB prévoient généralement que le «résultat» (qui conditionne le paiement dû aux *Social Investors*) sera confirmé par un vérificateur indépendant. Même si le vérificateur n'est pas un ac-



PHILIPP FISCHER,  
LL.M., HARVARD LAW  
SCHOOL, AVOCAT,  
OBERSON ABELS SA,  
GENÈVE, ACADEMIC  
FELLOW DU CENTRE EN  
PHILANTHROPIE  
DE L'UNIVERSITÉ DE  
GENÈVE

Graphique: **MÉCANISME D'UN SIB**



teur direct du mécanisme, il joue un rôle-clé dans la mesure où il lui incombe de vérifier le «résultat» du projet mis en œuvre par l'organisation à but non lucratif.

→ Les *Outcome Funders*, quant à eux, s'engagent à effectuer, à la fin de la mise en œuvre du projet, une contribution dont le montant varie en fonction du «résultat» atteint par le projet. Dans la perspective des *Outcome Funders*, un «résultat» qui dépasse le *benchmark* impliquera une contribution plus élevée, alors qu'un «résultat» en-dessous du *benchmark* entraînera une contribution moins importante. En d'autres termes, dans la mesure où la contribution (à fonds perdu) des *Outcome Funders* intervient à la fin du projet (qui a été préfinancé par les *Social Investors*), cette contribution pourra être calibrée en fonction du «résultat» atteint. D'ordinaire, une organisation à but non lucratif sollicitera un financement en amont du lancement du projet. Ce financement ne peut donc pas être calibré en fonction du «résultat» atteint *in fine*.

→ Les organisations à but non lucratif pilotent le projet, qu'elles peuvent mettre en œuvre grâce au financement initial mis à disposition par les *Social Investors*. Au terme du projet, ces derniers seront remboursés par les contributions des *Outcome Funders*. Dans certains cas, en cas d'échec du projet, les termes du SIB peuvent prévoir que le montant reçu des *Outcome Funders* sera inférieur au montant dû aux *Social Investors*, la différence devant être financée par l'organisation elle-même (qui est donc soumise à une incitation directe d'œuvrer en faveur de la réussite du projet) (cf. graphique).

Bien que le terme «bonds» (obligations) figure dans l'appellation usuellement utilisée pour ce type de produits d'investissement, les explications ci-dessus montrent que leur fonctionnement s'écarte de celui d'«obligations» au sens traditionnel, dans lesquelles un émetteur lève des capitaux auprès d'investisseurs. La structure d'un SIB s'articule en ré-

alité autour de deux faisceaux d'accords, l'un entre l'organisation à but non lucratif et les *Outcome Funders*, et l'autre entre l'organisation à but non lucratif et les *Social Investors*. Ces deux faisceaux d'accords prévoient des flux financiers dont le montant dépend de la réalisation d'un certain résultat. Le terme de *Social Impact Bonds* semble toutefois s'être imposé dans la pratique et sera utilisé dans le cadre de cette contribution pour désigner le rapport contractuel qui unit l'organisation à but non lucratif et les *Social Investors*.

Les SIB doivent être distingués des *Green Bonds*, soit des levées de capitaux dans lesquels l'émetteur s'engage à utiliser le produit de l'émission pour financer un projet à caractère environnemental. Dans le cadre d'un *Green Bond*, l'émetteur prend un engagement spécifique quant à l'utilisation des fonds et s'oblige à publier un rapport rendant compte aux investisseurs de l'évolution de ce projet [3]. Le *Green Bond* est un mécanisme bilatéral entre un investisseur et un émetteur, alors que, comme indiqué ci-dessus, le SIB met en jeu trois groupes d'acteurs, soit (i) l'organisation à but non lucratif (émetteur), (ii) les *Social Investors* (investisseurs) et (iii) les *Outcome Funders*.

Depuis le lancement du premier SIB au Royaume-Uni en 2010, environ 70 SIBs ont été initiés dans le monde à ce jour. En Suisse, le premier SIB a été lancé en 2015 dans le canton de Berne et vit un groupe d'entrepreneurs, les autorités cantonales et l'association Caritas joindre leurs forces dans le cadre d'un projet visant à soutenir l'intégration, sur le marché du travail, de personnes bénéficiant du statut de réfugié et de personnes admises à titre provisoire en Suisse. Par ailleurs, en septembre 2017, le Comité international de la Croix-Rouge (CICR) a émis un SIB intitulé «Program for Humanitarian Impact Investment» [4]. Ce projet vise à financer la construction et l'exploitation de trois centres de réadaptation physique en République démocratique du Congo, au Mali et au

Nigeria. Les fonds levés auprès des *Social Investors* sont destinés à couvrir les coûts de formation du personnel, ainsi que la mise en œuvre de nouvelles mesures d'organisation interne au sein de ces centres. L'efficacité (dans les nouveaux centres) sera mesurée sur la base du ratio entre (i) le nombre de personnes qui auront reçu des aides à la mobilité et (ii) le nombre de professionnels par centre. Le résultat de ce calcul sera comparé à une valeur de référence (*benchmark*), établie sur la base des valeurs recensées dans des centres de réadaptation physique d'ores et déjà établis. Si les résultats des nouveaux centres n'atteignent pas la valeur de référence, les *Social Investors* perdront un certain pourcentage de leur investissement initial. Si, en revanche, la valeur de référence est dépassée, les *Social Investors* recevront une prime en sus du remboursement du montant initialement investi.

### 3. DÉFINITIONS RÉGLEMENTAIRES FIGURANT DANS LA LSFIN

L'une des notions fondamentales de la LSFIn est le concept d'«instrument financier» (§ 3.1). La LSFIn reprend également le concept de «valeur mobilière», qui figure déjà dans la réglementation financière actuelle (§ 3.2). Ces définitions réglementaires peuvent avoir des conséquences du point de vue de l'obligation de préparer un prospectus (§ 3.3) et/ou une feuille d'information de base (§ 3.4). En sus, l'éventuelle documentation préparée en lien avec un projet de financement aura un impact sur sa qualification juridique à l'aune de la réglementation bancaire (§ 3.5).

**3.1 Instrument financier (art. 3 (a) LSFIn).** La notion d'«instrument financier» est définie à l'art. 3 (a) LSFIn et comprend une série de sous-catégories, dont les suivantes semblent principalement pertinentes dans l'optique de la présente contribution:

- *titres de participation* (art. 3 (a) (1) LSFIn): ce terme regroupe les valeurs mobilières [5] qui confèrent des droits de participation et de vote dans des sociétés, à savoir principalement l'action (art. 622 CO), le bon de participation (art. 656a CO) et le bon de jouissance (art. 657 CO), de même que les valeurs mobilières qui incorporent le droit d'acquérir des actions ou des titres assimilables à des actions (emprunts convertibles).
- *Titres de créance* (art. 3 (a) (2) LSFIn): ce terme comprend toutes les valeurs mobilières qui ne sont pas des «titres de participation» selon la définition figurant ci-dessus. Ainsi, sont des titres de créance notamment les titres d'emprunt, les produits structurés (également mentionnés spécifiquement à l'art. 3 (a) (4) LSFIn) et les produits dérivés (également mentionnés spécifiquement à l'art. 3 (a) (5) LSFIn).
- *Obligations* (art. 3 (a) (8) LSFIn): les obligations représentent des parties d'un prêt global, toutes soumises à des conditions uniformes en termes de taux d'intérêt, de prix d'émission, de durée, de délai de souscription et de couverture [6]. L'emprunteur conclut des contrats individuels distincts avec plusieurs prêteurs. Le caractère abstrait et standardisé du contrat de prêt sous-jacent confère aux obligations une certaine négociabilité. A noter que la plupart des obligations devraient également tomber sous le coup de la définition de «titre de créance» qui figure à l'art. 3 (a) (2) LSFIn et de la défini-

tion de «valeur mobilière» au sens de l'art. 3 (b) LSFIn (cf. § 3.2 ci-dessous).

**3.2 Valeur mobilière (art. 3 (b) LSFIn).** Le concept de «valeur mobilière» constitue la clé de voûte des nouvelles règles en matière de prospectus, dont l'impact sera résumé au § 3.3 ci-dessous. L'art. 3 (b) LSFIn reprend à l'identique la définition de «valeur mobilière» qui figure dans le droit actuel (art. 2 (b) LIMF) et qui comprend les 4 catégories suivantes:

- les papiers-valeurs;
- les droits-valeurs;
- les dérivés; et
- les titres intermédiés,

pour autant que ces instruments financiers soient «standardisés [et] susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché». Cette dernière exigence est explicitée à l'art. 2 (1) de l'ordonnance sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF), qui prévoit les deux critères alternatifs suivants:

- les valeurs doivent être structurées et fractionnées de la même façon et offertes au public; ou
- les valeurs doivent être vendues à plus de 20 clients, pour autant que ces valeurs ne soient pas créées spécialement pour certaines contreparties.

### 3.3 Obligation de préparer un prospectus (art. 35 ss LSFIn)

(a) *Principe.* À teneur de l'art. 35 (1) LSFIn, la publication préalable d'un prospectus sera nécessaire en cas (i) d'offre au public en Suisse en vue de l'acquisition de valeurs mobilières ou (ii) de demande que des valeurs mobilières soient admises à la négociation sur une plateforme de négociation au sens de l'art. 26 (a) LIMF.

À noter que ces règles s'appliquent également à l'émetteur non-suisse qui procède à une offre au public en Suisse [7]. La portée concrète de cette application extraterritoriale du droit suisse devrait toutefois rester limitée, dans la mesure où certains prospectus établis selon le droit étranger devraient également être reconnus en droit suisse (art. 54 LSFIn) [8].

Dans le cadre de la présente contribution, l'hypothèse (i) («offre au public») est particulièrement pertinente. Si la définition légale figurant à l'art. 3 (h) LSFIn est peu explicite («offre au public: toute offre adressée au public»), le Message du Conseil fédéral fixe un *critère qualitatif* en indiquant que l'offre au public vise toutes les situations dans lesquelles une offre ne s'adresse pas à «un cercle restreint de personnes» [9].

(b) *Exceptions.* Les art. 36 à 38 LSFIn contiennent une liste d'exceptions à l'obligation de préparer un prospectus. Pour les besoins de la présente contribution, on retiendra en particulier qu'il peut être dérogé à l'obligation de préparer un prospectus d'émission si:

- l'offre s'adresse uniquement à des clients professionnels au sens de l'art. 4 (3) LSFIn (art. 36 (1) (a) LSFIn);
- l'offre est destinée à moins de 500 investisseurs (l'art. 36 (1) (b) LSFIn formalise ainsi un *critère quantitatif* pour l'exception du placement privé);
- l'offre s'adresse à des investisseurs acquérant des valeurs mobilières pour une valeur minimale de CHF 100 000 (art. 36 (1) (c) LSFIn);

- l'offre présente une valeur nominale d'au moins CHF 100 000 (art. 36 (1) (d) LSFIn); ou
- l'offre ne dépasse pas une valeur totale de CHF 8 millions de francs, calculée sur une période de douze mois (art. 36 (1) (e) LSFIn).

### 3.4 Obligation de préparer une feuille d'information de base (art. 58 ss LSFIn)

(a) *Principe.* L'obligation de préparer une feuille d'information de base (FIB) doit s'analyser de manière indépendante de celle de préparer un prospectus [10]. La FIB vise à permettre aux clients de recevoir les informations dont ils ont besoin pour prendre une décision de placement en connaissance de cause et pour comparer différents instruments financiers [11]. Une feuille d'information doit en principe être établie préalablement à l'offre d'instruments financiers visant des clients privés au sens de l'art. 4 (2) LSFIn.

(b) *Exceptions.* L'art. 59 (1) LSFIn prévoit que l'obligation de préparer une FIB ne s'applique pas à toute offre (i) de valeurs mobilières sous forme d'actions (y compris les valeurs mobilières assimilables à des actions qui confèrent des droits de participation, tels que les bons de participation ou les bons de jouissance) et (ii) de titres de créance n'ayant pas le caractère de dérivés. Cette dernière exception, qui pourrait avoir vocation à s'appliquer en présence d'un SIB, devrait être précisée comme suit aux art. 86 (2) et (3) du projet d'ordonnance sur les services financiers (P-OSFin):

→ Par titres de créance *ayant le caractère de dérivés* (et déclenchant donc l'obligation de préparer une FIB en cas d'offre à des clients privés), on entend les dérivés et les titres de créance dont le profil de paiement est structuré comme celui des dérivés au sens de l'art. 2 (c) LIMF. Le critère déterminant est que la valeur d'un titre de créance fluctue en fonction d'un ou de plusieurs actifs sous-jacents;

→ La catégorie des titres de créance *n'ayant pas le caractère de dérivés* (et donc ne déclenchant pas l'obligation de préparer une FIB en cas d'offre à des clients privés) comprend les titres de créance classiques, ainsi que les titres de créance dont la valeur est calculable et prévisible pour des clients privés bien qu'elle s'appuie sur des actifs sous-jacents, à savoir notamment:

- les obligations avec taux d'intérêt reposant sur les taux de référence;
- les obligations avec protection contre l'inflation (le taux d'intérêt minimum des obligations avec protection contre l'inflation est adapté au renchérissement et augmente ou diminue en conséquence.);
- les obligations avec droits de remboursement ou d'achat anticipés;
- les emprunts à coupon zéro (le produit d'intérêts correspond à la différence entre le prix d'émission et le prix de remboursement).

**3.5 Qualification de dépôt du public au sens de la réglementation bancaire.** La réglementation bancaire suisse connaît une définition large de l'activité bancaire soumise à réglementation. Doit en particulier bénéficier d'une autori-

sation bancaire quiconque accepte des dépôts du public à *titre professionnel* ou fait appel au public pour les obtenir (art. 2 (1) de l'ordonnance sur les banques (OB)). Agit à titre professionnel celui qui accepte plus de 20 dépôts du public ou fait appel

*«L'obligation de préparer une feuille d'information de base (FIB) doit s'analyser de manière indépendante de celle de préparer un prospectus.»*

au public pour obtenir des dépôts, même si le nombre de dépôts obtenus est inférieur à 20, sauf si le montant des dépôts ne dépasse pas CHF 1 million et si les autres exigences de la *regulatory sandbox* sont remplies (art. 6 OB).

Le concept-clé est donc la notion de «dépôt du public», qui englobe tous les passifs, hormis si l'un des *carve-outs* réglementaires s'applique [12]:

→ Dans sa version actuelle, l'art. 5 (3) (b) OB précise que les emprunts par obligations (et instruments financiers similaires) ne tombent pas sous le coup de la définition de «dépôt du public» si les créanciers sont informés conformément à l'art. 1156 du Code des obligations (CO), à savoir la norme qui régit, dans le droit actuel, l'obligation de préparer un prospectus en lien avec des titres de créance.

→ Dans le cadre de l'adoption du P-OSFin, il est prévu de modifier l'art. 5 (3) (b) OB afin de prévoir que les emprunts par obligations et les autres obligations émises sous une forme standardisée et diffusées en grand nombre ou les droits ayant la même fonction (droits-valeurs) ne sont pas considérés comme des dépôts du public, «lorsque les créanciers sont informés dans une feuille d'information de base conforme à la [LSFin]». À l'avenir, la préparation d'une FIB devrait ainsi constituer un moyen d'échapper à la qualification de «dépôt du public» et donc à la soumission de l'émetteur à la réglementation bancaire.

## 4. CRITÈRES DE QUALIFICATION PERTINENTS POUR LA CLASSIFICATION RÉGLEMENTAIRE DES SIB

Il résulte de ce qui précède que la qualification réglementaire d'un SIB dépendra des caractéristiques de chaque produit considéré:

A. Les projets de SIB simples, impliquant un nombre très limité de *Social Investors*, pourront vraisemblablement être structurés sous la forme de simples contrats de prêt, pour autant que ces contrats ne tombent pas (i) sous la définition d'«obligation» (cf. sous-section B. ci-dessous), ce qui constitue un risque non-négligeable, et/ou (ii) sous la définition de «valeur mobilière», ce qui semble représenter un risque moins élevé (cf. sous-section C. ci-dessous).

B. Dès lors que la relation contractuelle entre l'émetteur et chaque *Social Investor* correspond à une «part» d'un emprunt

global qui est subdivisé en tranches soumises à des conditions uniformes (s'agissant p. ex. du taux d'intérêts, du prix d'émission, de la période de souscription, des modalités de remboursement ou de la durée), le SIB tombera très vraisem-

«À l'avenir, la préparation d'une FIB devrait ainsi constituer un moyen d'échapper à la qualification de «dépôt du public» et donc à la soumission de l'émetteur à la réglementation bancaire.»

blement dans la catégorie des «obligations», celle-ci étant un sous-ensemble des «instruments financiers» (art. 3 (a) (7) LSFIn).

La principale conséquence qui découle de cette qualification réglementaire est la nécessité d'analyser si le SIB doit faire l'objet d'une FIB, ce qui pourrait être le cas si le SIB est offert à des clients privés [13]. À notre avis, le SIB devrait être qualifié de «titre de dette n'ayant pas le caractère de dérivés» (art. 59 (1) LSFIn/art. 86 (2) et (3) P-OSFin), vu que la valeur du SIB structuré sur la base du modèle présenté au § 2 ne fluctue pas en fonction d'un actif sous-jacent [14].

Au vu de ce qui précède, même si le SIB devait être qualifié d'«obligation» (et donc d'«instrument financier»), la LSFIn ne devrait pas imposer la préparation d'une FIB. En revanche, dans un tel cas de figure, l'émetteur (soit l'organisation à but non lucratif) devrait envisager la préparation *volontaire* d'une FIB afin d'écarter le risque réglementaire découlant de l'éventuelle qualification du SIB en tant que «dépôt du public» [15].

C. Même si, à notre connaissance, une telle situation ne s'est pas encore réalisée en pratique, il serait théoriquement envisageable que l'émetteur (soit l'organisation à but non-lucra-

tif) émette le SIB sous la forme d'une «valeur mobilière» au sens de l'art. 3 (b) LSFIn, probablement par l'émission de droits-valeurs au sens de l'art. 973c CO.

Dans les projets connus de l'auteur, les *Social Investors* ne disposaient pas de la possibilité de céder librement les droits découlant du SIB, car l'émetteur se réservait la possibilité de procéder à un *background check* avant d'approuver le transfert au cessionnaire. À notre avis, cette absence de libre négociabilité [16] fait échec à la qualification de «valeur mobilière», en raison du fait qu'un tel produit financier est impropre à être «diffusé en grand nombre sur le marché» (art. 3 (b) LSFIn).

La principale conséquence qui découlerait de la qualification d'un SIB en tant que «valeur mobilière» serait la nécessité d'examiner (i) si le SIB fait l'objet d'une offre au public et (ii), dans l'affirmative, si le SIB peut bénéficier d'une exception à l'obligation de préparer un prospectus. Un SIB structuré sous forme de valeur mobilière pourrait notamment bénéficier de l'exception du placement privé (art. 36 (1)(b) LSFIn), dans la mesure où ce type de produit est généralement proposé à moins de 500 investisseurs.

## 5. CONCLUSION

La qualification réglementaire du SIB sous l'empire de la LSFIn constituera, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2020, une étape très importante en vue du lancement de tels produits d'investissement, car cette qualification aura des conséquences sur la documentation qui devra être préparée et sur les modalités en vertu desquelles les *Social Investors*, qui constituent un maillon essentiel de la chaîne du SIB, peuvent être approchés.

Plus généralement, la préparation d'une FIB et/ou d'un prospectus peut générer des coûts significatifs (*upfront costs*) qui doivent être supportés par l'émetteur (une organisation à but non lucratif) en amont du lancement d'un projet qui vise précisément à lever des fonds en vue de la réalisation du projet [17]. L'émergence de ce type de produits d'investissement devrait – espérons-le – engendrer une certaine standardisation de la documentation contractuelle et donc réduire les coûts de transaction (*transaction costs*) qui constituent, à l'heure actuelle, l'un des principaux freins à la multiplication de ce type d'initiatives. ■

**Notes:** 1) Cf. les exemples évoqués au § 2 ci-dessous. 2) Pour un aperçu plus détaillé, cf. Roxanne Oroxom/Amanda Glassman/Lachlan McDonald, Structuring and Funding Development Impact Bonds for Health: Nine Lessons from Cameroon and Beyond, CGD Policy Paper, Washington, DC 2018 (<https://www.cgdev.org/publication/structuring-funding-development-impact-bonds-for-health-nine-lessons>) et Simon Brunschwig/Philipp Fischer, Swiss Legal and Tax Implications of Social Impact Bonds, in: Jusletter, édition du 22 janvier 2018. 3) Cf. International Capital Market Association, Green Bond Principles, juin 2018 (<https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-bond-principles-gbp/>). 4) Cf. CICR, Création de la première «obligation à impact humanitaire» pour transformer le financement de l'assistance dans les pays touchés par des conflits, 6 septembre 2017 (<https://www.icrc.org/fr/document/creation-de-la-premiere-obligation-impact-humanitaire-pour->

transformer-le-financement-de). 5) Cf. § 3.2 ci-dessous. 6) Cf. la définition donnée par le Tribunal fédéral dans les ATF 113 II 283 (c. 5a) et ATF 113 II 528 (c. 4a). 7) Patrick Schleiffer/Patrick Schärli, Ausnahmen von der Prospektspflicht unter dem künftigen Finanzdienstleistungsgesetz, GesKR 2018 pp. 155, 4. 8) Le Message du Conseil fédéral du 4 novembre 2015 concernant la loi sur les services financiers (LSFin) et la loi sur les établissements financiers (LEFin) (ci-après: «Message LSFIn/LEFin») indique que la possibilité d'une approbation automatique pourrait notamment s'appliquer aux prospectus établis selon le droit de l'UE ou le droit américain (FF 2015 8101, 8181). 9) Message LSFIn/LEFin, FF 2015 8148. Le Message précise également qu'une publicité à caractère général ne sera normalement pas considérée comme une offre, faute de contenir des informations concrètes sur l'instrument financier. En revanche, une publicité à caractère général peut constituer une offre si les infor-

mations sont suffisamment détaillées pour permettre aux investisseurs d'accepter l'offre (ibid.). Cf. à ce sujet Diana Imbach/François Rayroux, Funds Distribution under FinSA/FinIA: A change of paradigm, CapLaw 2018 64, p. 5. 10) Pour des informations additionnelles, cf. Patrick Schleiffer/Patrick Schärli (note 7), 8. 11) Message LSFIn/LEFin, p. 8183. 12) Circulaire FINMA 2008/3 (Dépôts du public auprès d'établissements non bancaires), N 10. 13) Cf. la définition figurant à l'art. 4 LSFIn. 14) Cf. § 3.4(b) ci-dessus. 15) Cf. § 3.5 ci-dessus. 16) La négociabilité, qui découle de l'exigence de standardisation, est l'une des caractéristiques des valeurs mobilières (Lucia Gomez Richa/Joël Veuve, Les titres intermédiaires et leurs instruments financiers sous-jacents, GesKR 2010 pp. 655, 9). 17) Pour ce motif, les SIB paraissent, pour l'heure, inaccessibles à des organisations à but non lucratif de taille réduite ou ne bénéficiant pas d'un *track record* établi.