



Chapitre de livre

2026

Published version

Closed Access

This is the published version of the publication, made available in accordance with the publisher's policy.

Enjeux juridiques des investissements dans des actifs privés

Fischer, Philipp; Mentha, Yvar Claude; Pittet, Sébastien

How to cite

FISCHER, Philipp, MENTHA, Yvar Claude, PITTET, Sébastien. Enjeux juridiques des investissements dans des actifs privés. In: Retour vers le futur : mélanges en l'honneur de Luc Thévenoz. Adrien Alberini, Rashid Bahar, Fabien Liégeois et Katia Villard (Ed.). Genève, Zurich : Schulthess, 2026. p. 137–166. (Publications du Centre de droit bancaire et financier)

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:195934>

© This document is protected by copyright. Please refer to copyright holder(s) for terms of use.

Last update in Archive ouverte UNIGE on 18.09.2026 16:28

ENJEUX JURIDIQUES DES INVESTISSEMENTS DANS DES ACTIFS PRIVÉS

PHILIPP FISCHER

LLM, avocat

YVAR MENTHA

Tit. du brevet d'avocat

SÉBASTIEN PITTET

Doctorant à l'Université de Genève

Table des matières

Introduction	138
I. Actifs privés	139
A. Nature et accès	139
B. Sources du succès	141
C. Défis	142
II. Questions choisies pour le prestataire de services financiers	143
A. Capacité d'offrir des investissements dans des actifs privés	143
B. Rôle du prestataire en tant que nommée	145
C. Difficultés liées au caractère difficilement transférable des actifs privés	146
D. Question de la valorisation	147
III. Questions choisies pour l'investisseur professionnel (focus : caisses de pension suisses)	148
A. Évolution du cadre réglementaire	148
B. Diligence dans l'élaboration de l'allocation stratégique	150
C. Diligence dans la mise en œuvre de l'allocation stratégique	152
IV. Questions choisies pour le client privé	154
A. Accessibilité aux investissements en actifs privés	154
B. Conformité des investissements avec les Directives ASB	155
i. Introduction	155
ii. Conformité des <i>capital calls</i>	156
iii. Caractère aisément négociable du placement	156
iv. Placements collectifs non traditionnels	157
C. Caractère approprié, adéquation et devoir d'information	159

D. Conflits d'intérêts	162
Conclusion	163
Bibliographie	165

Introduction

Le domaine bancaire et financier occupe le Prof. Luc Thévenoz depuis plus de trente ans¹. Grand technicien du droit, le Prof. Thévenoz a cette capacité d'avoir toujours réussi à concilier une grande connaissance théorique des domaines qui l'intéressent, tout en ayant conscience de la réalité pratique des questions juridiques qui le préoccupent. Cette combinaison entre une connaissance théorique pointue et une compréhension de la pratique constitue une des sources de son succès et de sa notoriété. Au travers de cette contribution consacrée à un sujet d'importance croissante dans la pratique mais encore relativement peu explorée dans la doctrine juridique, nous espérons pouvoir lui rendre hommage en apportant également quelques réponses pratiques aux lecteurs.

Depuis une quinzaine d'années, les marchés boursiers connaissent une contraction structurelle du nombre d'émetteurs, résultant d'une diminution des introductions en bourse et d'une augmentation des retraits de cote (*delisting*). Ce phénomène s'explique notamment par l'essor des marchés privés et des financements alternatifs et par une complexification des règles applicables aux émetteurs cotés².

Cette tendance a alimenté la croissance parallèle des investissements dans les actifs privés. Longtemps réservé à des clients très sophistiqués, l'accès à cette classe d'actifs s'est élargi au cours des dernières années. Sur un plan sociétal, cette démocratisation des investissements dans les actifs privés doit être saluée puisque les barrières d'accès à ces investissements favorisaient les inégalités sociales³. L'investissement dans les actifs privés s'accompagne

1 En 1993, le Prof. Thévenoz publie par exemple une contribution intitulée « Le banquier, son client et l'ordinateur : réflexions sur la prestation de services en masse ».

2 PASSADOR (2025), p. 4 ss.

3 Sur ce point : PHILIPPE (2020), p. 1 ss. Voir également les propos du Département américain du trésor : « *[t]o the extent that companies decide not to go public due to anticipated regulatory burdens, regulatory policy may be unintentionally exacerbating wealth inequality in*

néanmoins de nouveaux défis pour les clients et leurs prestataires. En effet, cette classe d'actifs implique des risques différents des investissements plus traditionnels et qui ne sont pas toujours entièrement appréhendés par les clients privés comme par les clients professionnels (voire par leurs prestataires).

Dans cette contribution, après un survol de la notion d'actifs privés (*infra* I), nous discuterons de certains enjeux spécifiques pour le prestataire de services financiers (*infra* II), pour l'investisseur professionnel que constitue une caisse de pension suisse (*infra* II) et pour le client privé (*infra* IV).

I. Actifs privés

A. Nature et accès

La notion d'«actifs privés» (*private assets*) désigne une classe d'actifs regroupant l'ensemble des investissements réalisés en dehors des marchés financiers publics organisés (*e.g.*, la bourse). Cette classe d'actifs regroupe généralement les quatre catégories suivantes :

- le capital-investissement (*private equity*) qui consiste en des prises de participation dans des sociétés non cotées, à différents stades de leur développement ;
- la dette privée (*private debt*) qui regroupe les financements octroyés directement à des entreprises ou des projets en dehors des marchés obligataires cotés et des prêts bancaires classiques ;
- les investissements en infrastructures (réseau de transport, énergie, télécommunications) ; et
- l'immobilier non coté.

Il existe différentes manières d'investir dans des actifs privés. Une première possibilité consiste à investir en direct dans ces actifs. Cela étant dit, principalement pour des raisons de diversification, l'investissement dans cette

the United States by restricting certain investment opportunities to high income and high net worth investors» (U.S. Department of the Treasury, A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets, octobre 2017, p. 27).

classe d'actif s'effectue en pratique largement de manière indirecte, principalement au travers de placements collectifs (voire des fonds de fonds). Pour cette raison, la présente contribution se focalisera sur ce type d'investissements indirects.

Plusieurs options sont proposées par les prestataires pour investir dans des actifs privés via des placements collectifs. Une première approche traditionnelle repose sur des véhicules de durée déterminée (entre dix et quinze ans)⁴. Pendant une première phase (cinq à sept ans), les investisseurs s'engagent à apporter des capitaux à intervalles réguliers, lesquels sont ensuite investis dans des sociétés non cotées sans possibilité de sortie anticipée pour les investisseurs (*closed-end vehicle*). Dans le cadre d'une stratégie d'investissement en *private equity* conçue sur le long terme, les investisseurs procèdent donc à des investissements successifs dans des véhicules de durée déterminée (en vue d'une diversification des investissements). Après une phase initiale de quelques années, ces investissements sont financés par les distributions successives des fonds dans lesquels ils sont déjà investis. Une telle approche nécessite donc une bonne gestion des *cash-flows* par les investisseurs (engagements, appels de fonds et distributions).

En raison du caractère complexe et du degré élevé d'illiquidité de cette solution d'investissement, une deuxième approche s'est développée : les véhicules d'investissement à durée indéterminée qui n'ont pas de maturité fixe définie à l'avance (e.g., fonds *evergreen*). Cette solution d'investissement est souvent assortie de possibilités d'entrées et de sorties de fonds occasionnelles (par exemple tous les deux ou trois ans, avec pour certains des liquidités plus fréquentes [par exemple trimestrielles] assorties de conditions [*gating*]), ce qui réduit l'illiquidité du véhicule de placement au moins sur un plan théorique. La liquidité réelle de l'investissement dépend toutefois de la capacité de trouver de nouveaux investisseurs pour compenser les départs des investisseurs sortants ou de pouvoir vendre les placements illiquides détenus. Par ailleurs, l'entrée comme la sortie de nouveaux investisseurs nécessite de pouvoir valoriser le portefeuille de manière crédible et fiable. Chacune des deux solutions comporte ainsi des avantages et des inconvénients.

Finalement, notons encore que les investissements au travers de placements collectifs peuvent viser une seule catégorie d'actif (par exemple : *private equity*) ou, plus rarement, être structurés de manière plus diversifiée et

4 En pratique, ces fonds sont appelés « vintage » en fonction de leur année de lancement.

regrouper plusieurs catégories d'actifs privés (par exemple : *private debt*, infrastructure, immobilier).

B. Sources du succès

Les principaux moteurs en termes d'investissement qui sous-tendent l'intérêt pour les actifs privés sont la recherche d'un rendement plus élevé que les actifs correspondants sur les marchés publics⁵, une moins grande volatilité dans la valorisation des investissements⁶, une décorrélation par rapport aux actifs cotés, ainsi que l'accès à un univers additionnel d'entreprises⁷ ou à des catégories d'investissements qui ne sont pas ou peu accessibles par des investissements cotés⁸. Par des investissements en actifs privés, les investisseurs espèrent capter une prime d'illiquidité, c'est-à-dire un rendement supplémentaire en contrepartie du blocage de leur capital sur plusieurs années. Dans le cas des investissements en immobilier et en infrastructure, les investisseurs vont également chercher à bénéficier de revenus liés à l'inflation, contribuant à protéger le pouvoir d'achat du portefeuille.

Encore limitée il y a vingt-cinq ans à des investisseurs très sophistiqués ou disposant de patrimoines considérables, cette classe d'actifs rencontre un intérêt important aujourd'hui, tant auprès d'institutions de prévoyance que d'investisseurs privés fortunés. Ce phénomène s'explique en raison des mérites propres précités, mais aussi du développement d'une industrie de la gestion spécialisée dans le secteur avec des acteurs qui peuvent offrir une palette de solutions. Ces propositions contribuent à l'attractivité du positionnement du prestataire vis-à-vis de sa clientèle existante ou potentielle.

Ces solutions permettent enfin au prestataire d'espérer des flux de revenus importants, la pression sur les prix dans le domaine des actifs privés n'étant pas comparable à celle qui existe pour les actifs publics du fait des nombreuses solutions de gestion indiciaire à faible coût.

5 Par exemple actions non cotées versus actions cotées ou dette privée versus obligations cotées.

6 Ce qui permet de réduire les stress chez l'investisseur générés par de fortes fluctuations de valeur du portefeuille.

7 Par exemple des sociétés dans une phase de développement précoce.

8 Citons par exemple le financement d'infrastructures dans la transition énergétique.

C. Défis

Il est important que les investisseurs comprennent les caractéristiques intrinsèques et les risques de la classe d'actifs avant d'y allouer une partie de leur patrimoine. Contrairement aux actifs cotés qui, pour la plupart, sont compréhensibles et donc accessibles à toutes les catégories d'investisseurs, les actifs privés se caractérisent par des enjeux spécifiques, dont la maîtrise est essentielle pour les investisseurs.

À titre d'exemple, investir dans le « *venture capital* », c'est accepter qu'une proportion significative de ses investissements perde l'essentiel ou la totalité de leur valeur, compte tenu du taux de mortalité élevé des sociétés de ce type, en contrepartie de l'espérance d'un rendement très élevé sur les quelques sociétés qui auront connu une forte croissance. Par ailleurs, les investissements en *private equity*, en infrastructure ou en immobilier non coté se caractérisent souvent par un niveau élevé d'endettement (levier) pour permettre un rendement satisfaisant sur le long terme. En fonction des cycles de marché (par exemple en cas de hausse des taux d'intérêt), les particularités d'une classe d'actifs privés pourront exposer l'investisseur à des risques aussi importants ou plus importants que sur les marchés publics.

L'illiquidité propre aux investissements sur les marchés privés, qui selon les classes d'actifs et les solutions proposées peut varier entre quelques années et des durées pouvant atteindre ou dépasser dix à quinze ans, constitue le deuxième défi de ces investissements. L'investisseur doit avoir intégré cette dimension dans son allocation d'actifs en s'assurant avec un degré de certitude élevé qu'il n'aura effectivement pas besoin de mobiliser les capitaux investis pendant la période considérée. Même les investisseurs qui pensent disposer d'un horizon de temps à long terme sous-estiment parfois les contraintes réelles associées à une réduction ou à une suppression de la liquidité, surtout dans la durée. Des actifs privés peuvent certes toujours être vendus à des investisseurs tiers sur le marché secondaire, mais souvent avec une décote importante par rapport à leur évaluation au moment de la vente.

Les investissements en actifs privés sont également complexes sur le plan opérationnel. Ils interviennent sur la base de documents juridiques (*Private Placement Memorandum/PPM*, *Limited Partnership Agreements/LPA*) pas aisément intelligibles pour les non-initiés. Pour la plupart des solutions d'investissements classiques, les appels de fonds comme les distributions

interviennent de manière progressive et non en une fois, ce qui implique une gestion pointue des liquidités. Les valorisations des positions ont en outre forcément un caractère aléatoire puisqu'il n'y a pas de marché officiel en tout temps sur les positions détenues. Le calcul de la performance intervient donc sur la base de paramètres souvent très différents que pour les investissements public. L'association *International Private Equity and Venture Capital* émet cependant sur une base régulière des lignes directrices d'évaluation d'investissements en Capital investissement, ou *Private Equity*. Ces règles et recommandations sont reconnues internationalement et sont notamment alignées avec les principales normes de l'IFRS 13 et des US GAAP.

La compréhension des différentes couches de frais n'est finalement pas aisée pour l'investisseur, ce qui peut constituer un frein substantiel pour les investisseurs professionnels qui agissent à titre fiduciaire tels que les institutions de prévoyance. Le cumul des frais et son impact sur la profitabilité générée peut également constituer un obstacle pour les investisseurs professionnels.

II. Questions choisies pour le prestataire de services financiers

A. Capacité d'offrir des investissements dans des actifs privés

Le prestataire qui offre à ses clients la possibilité d'investir dans des actifs privés doit avoir les compétences techniques requises et disposer d'une organisation adéquate.

Sous l'angle du droit du mandat, proposer un service sans avoir les compétences requises constitue une faute dans l'acceptation du mandat, assimilée à une violation de l'obligation de diligence⁹. Il en résulte que le prestataire doit avoir une organisation interne appropriée pour proposer des investissements dans des actifs privés. Ses collaborateurs qui utilisent ou recommandent ces produits doivent en outre avoir les connaissances et l'expérience nécessaires¹⁰. En l'absence des compétences pour investir dans

9 TF 4C.126/2004 du 15.09.2004, c. 2.2. Voir également: BIZZOZERO/FALLETTI (2017), p. 178 ss; BRETTON-CHAVALLIER (2002), p. 87.

10 BIZZOZERO/FALLETTI (2017), p. 180; LOMBARDINI (2021), p. 195. Les collaborateurs ont également l'obligation de se former sur une base régulière des éventuelles nouveautés dans le

une classe d'actifs ou dans des actifs particuliers, le prestataire se doit de refuser le mandat sollicité pour le client, respectivement de ne pas proposer ce type de services¹¹.

Ces exigences du droit privé se retrouvent dans le droit de la surveillance. L'art. 22 al. 1 LSFin précise que « [l]es prestataires de services financiers s'assurent que leurs collaborateurs disposent des capacités, des connaissances et de l'expérience requises par leur activité ». Cette obligation s'insère dans l'obligation plus générale du prestataire de garantir une organisation adéquate (art. 21 LSFin)¹². L'objectif de ces dispositions est de garantir, entre autres, que les collaborateurs du prestataire disposent des connaissances spécifiques relatives aux instruments financiers qu'ils utilisent ainsi qu'une compréhension des risques inhérents aux stratégies de placement qu'ils proposent¹³.

Les investissements dans des actifs privés, qui relèvent d'une certaine complexité sur un plan opérationnel, ne devraient ainsi pas être proposés sans une analyse préalable de l'organisation interne du prestataire¹⁴. Pour pouvoir offrir ce type d'investissement, le prestataire doit s'assurer de comprendre non seulement les risques et enjeux liés à cette classe d'actif, mais avoir les compétences et les accès aux marchés suffisants pour pouvoir offrir un service de qualité¹⁵.

B. Rôle du prestataire en tant que nommée

Lorsque le client d'une banque investit dans un fonds de *private equity*, la banque agit fréquemment en son propre nom (elle signe le bulletin de

domaine de l'investissement.

11 BIZZOZERO/FALLETTI (2017), p. 179; LOMBARDINI (2021), p. 195.

12 CR LSFIn-DU PASQUIER/MENOUD (2022), art. 22 N 2; SK FIDLEG-FAHRLÄNDER (2021), art. 21 N 6 ss.

13 CR LSFIn-DU PASQUIER/MENOUD (2022), art. 22 N 12; SK FIDLEG-FAHRLÄNDER (2021), art. 22 N 31. À noter que l'art. 23 OSFin impose également au prestataire de veiller à ce que leurs collaborateurs poursuivent une formation continue.

14 ABEGGLEN/SCHOTT (2010), p. 486.

15 Nous visons ici le prestataire de services financiers qui accompagne son client dans des investissements en actifs privés. Une situation différente est celle du prestataire de services financiers qui agit en tant que promoteur d'un placement collectif donnant une exposition financière dans cette classe d'actifs, que ce soit par des investissements dans d'autres placements collectifs (fonds de fonds) ou des investissements directs dans des sociétés cotées. Ce type d'activité requiert notamment des compétences additionnelles.

souscription qui matérialise l'investissement), mais pour le compte du client (ce dernier supporte le risque économique de l'investissement). Cette situation peut conduire le prestataire qui détient une position dans un fonds de *private equity* à devoir répondre à un *capital call* en lieu et place du client. Cette problématique reflète une question plus large et abondamment traitée par la jurisprudence : lorsqu'un mandataire est exposé à des prétentions de tiers en lien avec les services rendus, à quelles conditions peut-il se faire rembourser¹⁶ ?

L'art. 402 CO octroie – sous certaines conditions – un droit au mandataire à se faire rembourser des frais encourus par son mandant. Cette disposition est de nature supplétive, les parties pouvant valablement y déroger. En pratique, il nous semble indispensable que les prestataires mettent en place une documentation contractuelle *ad hoc*. Ces documents permettent notamment (i) de clarifier les obligations de la banque en lien avec sa position de *nominee*, (ii) de limiter la responsabilité de la banque en lien avec la souscription et de la détention des investissements, (iii) d'assurer que le prestataire confirme aux fonds les caractéristiques des investisseurs sous-jacents et (iv) de confirmer que les avoirs déposés par le client auprès de la banque constituent une sûreté pour l'éventuelle prétention en remboursement du prestataire contre le client¹⁷. Cet accord spécifique contient généralement également une clause de levée du secret bancaire (sauf si la clause figurant dans les conditions générales est suffisamment large) afin de permettre au prestataire, en sa qualité de contrepartie formelle du fonds de *private equity*, de communiquer des informations concernant le client et/ou l'ayant droit économique au fonds en cas de requête de ce dernier.

Dans plusieurs arrêts successifs, le Tribunal fédéral s'est penché sur cette problématique en lien avec l'affaire Madoff¹⁸. Dans ces affaires, bien que le sous-jacent (à savoir un *feeder fund* Madoff) soit différent d'un fonds de *private equity*, les enjeux juridiques et financiers sont similaires. En effet, dans l'affaire Madoff, certaines banques se sont retrouvées exposées directement aux prétentions récursoires du *Trustee* de BLMIS (car les banques avaient agi en leur propre nom, mais pour le compte des clients). Dans deux arrêts,

16 Pour une analyse approfondie de cette problématique : THÉVENOZ (2017).

17 En pratique, la banque bloque généralement un montant correspondant à 100% du *commitment* du client.

18 TF 4A_429/2014 du 20.07.2015 ; TF 4A_540/2015 du 01.04.2016 ; ATF 142 III 746. Pour un résumé de ces trois arrêts : THÉVENOZ (2017), p. 126 ss.

le Tribunal fédéral a confirmé le droit de retenir des avoirs de son client en garantie d'une éventuelle condamnation en se fondant sur la volonté des parties (et non sur l'art. 402 CO). Dans le premier arrêt, il a fondé sa décision sur la figure juridique de la fiducie-gestion¹⁹. Dans le second, il s'est fondé sur une déclaration expresse du client selon laquelle ce dernier assumait les risques des investissements effectués par la banque pour son compte²⁰.

À défaut de solution contractuelle, le régime dispositif de l'art. 402 CO s'applique pour déterminer le droit du mandataire à un éventuel remboursement²¹. L'art. 402 al. 1 confère au prestataire le droit au remboursement des impenses faites pour l'exécution régulière du mandat et à la libération des engagements contractés dans l'exécution régulière du mandat. L'art. 402 al. 2 permet au mandataire de se faire rembourser du dommage causé par l'exécution du mandat. À la différence de l'al. 1, un remboursement fondé sur l'al. 2 nécessite une faute du mandant. À notre avis, en l'absence de solution contractuelle, le prestataire devrait pouvoir fonder son droit au remboursement sur l'art. 402 al. 1 CO (sauf si celui-ci a violé ses obligations)²². Dès lors, les prétentions auxquelles le prestataire pourrait faire face en lien avec des investissements dans un fonds de *private equity* (à savoir typiquement des *capital calls* ou des *claw-back claims*) devraient tomber sous le coup de l'art. 402 al. 1 CO et donc être à la charge du client-mandant, indépendamment de toute faute de ce dernier.

C. *Difficultés liées au caractère difficilement transférable des actifs privés*

Le premier effet de la très faible liquidité de ces investissements réside dans la réduction de la flexibilité décisionnelle du prestataire de services financiers. Que ce soit en raison de changements stratégiques ou d'exigences légales, le prestataire doit anticiper les contraintes liées à l'impossibilité de se désengager rapidement d'un client ou d'un investissement.

À titre d'exemple, si le prestataire souhaite modifier sa stratégie commerciale, par exemple en se retirant d'un segment de marché particulier ou

19 TF 4A_429/2014 du 20.07.2015, c. 6.3.

20 TF 4A_540/2015 du 01.04.2016, c. 3.3.3.

21 Pour plus d'informations: THÉVENOZ (2017), p. 129 ss.

22 Dans ce sens: THÉVENOZ (2017), p. 135.

en adoptant une nouvelle approche en matière de gestion des risques, il doit planifier ce changement bien en amont. Faute de prévision adéquate, le prestataire pourrait se retrouver dans l'incapacité de se désengager de manière définitive de la clientèle concernée et serait contraint de continuer à servir les clients détenant des actifs privés qui (i) sont difficilement transférables et (ii) pour lesquels la banque a agi à titre de *nominee* (donc en son nom, mais pour le compte du client).

Une situation analogue peut se retrouver dans des transactions de M&A structurées sous la forme d'un *asset deal*. Dans ce type de transactions, les actifs non transférables (fréquemment des placements collectifs investis en actifs privés) ne peuvent pas être transférés à l'acquéreur en même temps que la relation bancaire et doivent donc être conservés dans les livres du vendeur (avec également les actifs liquides nécessaires à la satisfaction des *capital calls*). Le transfert complet d'un portefeuille de clients peut ainsi se voir retardé de plusieurs semaines ou mois.

D. Question de la valorisation

La question de la valorisation des actifs privés constitue un enjeu particulièrement sensible en pratique.

Premièrement, contrairement aux actifs cotés bénéficiant d'un prix de marché, il n'existe pas de méthode de valorisation des actifs privés avant leur liquidation et la distribution effective du produit de liquidation aux investisseurs. Les estimations périodiques fournies par les promoteurs de fonds reposent généralement sur des modèles et hypothèses prospectifs qui, bien que suivant des méthodologies standardisées, comportent nécessairement une part d'incertitude significative jusqu'à la réalisation concrète des actifs sous-jacents.

Deuxièmement, dans le cadre des investissements indirects effectués via des placements collectifs, la banque dépend très largement des informations transmises par le promoteur du fonds. Compte tenu de la transparence réduite au niveau des portefeuilles sous-jacents et, comme indiqué, de la complexité de valoriser des actifs non cotés, la banque doit accepter les estimations de valorisation, soit la *Net Asset Value* (NAV) ou un concept équivalent, fournies par le promoteur et les refléter sur les estimatifs de portefeuille, sans que la banque ne dispose de moyens réalistes pour vérifier ces valorisations de manière indépendante. Afin d'éviter de susciter de

fausses attentes, la banque doit informer son client des limitations qui entourent la valorisation des actifs figurant sur son extrait de compte, ce qui est bien entendu vrai pour tous les actifs déposés, mais encore davantage pour les investissements, même indirects, en actifs privés.

Troisièmement, la valorisation des investissements en actifs privés constitue une source potentielle de conflits d'intérêts, dans la mesure où cette valorisation impacte directement la rémunération du prestataire qui, s'agissant de la banque qui est rémunérée au niveau du compte, est généralement calculée sur la base des actifs sous gestion (AUM). Une surestimation de la valorisation pendant la vie du produit (valorisation qui s'effondre par hypothèse lors de la réalisation des actifs à l'échéance du produit) est de nature à gonfler mécaniquement les frais de gestion perçus par la banque.

Ces observations expliquent notamment pourquoi des compétences adéquates au sein des prestataires de services financiers constituent un préalable indispensable avant d'intégrer les actifs privés dans les allocations d'actifs, tant pour une prestation de gestion que de conseil.

III. Questions choisies pour l'investisseur professionnel (focus : caisses de pension suisses)

A. *Évolution du cadre réglementaire*

La loi applicable aux institutions de prévoyance professionnelle suisses, soit la LPP, ne contient depuis son origine (il y a plus de 40 ans) qu'une seule disposition sur les règles applicables à la gestion des avoirs d'une institution de prévoyance. La disposition stipule que «les institutions de prévoyance administreront leur fortune de manière à garantir la sécurité des placements, un rendement raisonnable, une répartition appropriée des risques et la couverture des besoins prévisibles de liquidités» (art. 71 al. 1 LPP). La mise en œuvre de ces obligations a été concrétisée aux art. 50 ss OPP 2. L'approche retenue jusqu'à ce jour, même si elle a parfois donné lieu à des débats émanant notamment des associations faîtières du secteur financier, a consisté à décrire les classes d'actifs autorisées dans la gestion des avoirs d'institutions de prévoyance dans ce qu'on appelle usuellement un

« catalogue des placements ». Ce catalogue comprend une liste des classes d'actifs autorisées ainsi que des exigences en matière de diversification avec des pourcentages maxima alloués aux classes d'actifs et à des investissements spécifiques auprès d'émetteurs. Contrairement à l'art. 71 al. 1 LPP, le catalogue des placements a connu de nombreuses évolutions au fil du temps, notamment s'agissant de la classe dite alternative qui comprend les investissements en actifs privés²³.

Jusqu'en septembre 2008, les investissements alternatifs n'étaient pas mentionnés à l'art. 53 OPP 2. La pression par le marché quant à leur inclusion trouve sa source dans l'intérêt croissant pour les stratégies de *hedge funds* avant la crise financière de 2008. L'art. 53 al. 1 let e OPP 2, entré en vigueur en septembre 2008 (ironiquement le mois même de la faillite de Lehman Brothers) a permis d'investir jusqu'à 15% au maximum dans des investissements dits alternatifs. Ce segment incluait tous les investissements non traditionnels décrits de manière indicative et non exhaustive dans cette disposition (y compris les *hedge funds*, les matières premières, les stratégies assurantielles et, ce qui nous occupe ici, l'ensemble des classes d'actifs privés).

Par la suite, en réponse à différents postulats et motions parlementaires, le Conseil fédéral a isolé certaines catégories d'actifs privés spécifiques de la classe alternative (et partant ces actifs privés se rajoutent au 15% pouvant être investi au travers de la classe alternative). Il s'agit des investissements en infrastructure pour lesquels un plafond de 10% au maximum des avoirs de l'institution de prévoyance est autorisé (révision d'octobre 2020) et les actions non cotées et la dette privée de sociétés suisses avec un plafond de 5% au maximum (depuis janvier 2022). Ces deux révisions ont été motivées à la fois par l'intérêt de ces classes d'actifs et par la volonté d'encourager les institutions de prévoyance à effectuer des investissements domestiques dans ces domaines qui seraient profitables à l'économie suisse dans sa globalité.

Pour éviter des risques de concentration, l'OPP 2 spécifie que les investissements alternatifs (et donc les investissements en actifs privés) doivent intervenir de manière diversifiée, en principe par des placements collectifs de capitaux au sens large qui respectent les exigences de l'art. 56 OPP 2 (art. 53

23 Pour un historique de l'évolution des dispositions de l'OPP 2 : SCHNEIDER (2019), p. 10 ss.

al. 4 OPP 2)²⁴. Il s'agira le plus souvent de placements collectifs suisses ou domiciliés dans des juridictions reconnues (comme au Luxembourg). Les fondations de placement de droit suisse constituent également une solution attractive au vu de leur réglementation détaillée depuis la réforme structurelle et du fait qu'elles sont, comme leurs investisseurs, soumises aux autorités de surveillance de la prévoyance professionnelle.

Conformément à l'art. 50 al. 4 OPP 2, les limites quantitatives fixées par le catalogue des placements peuvent être dépassées si la situation de l'institution de prévoyance le permet. Ceci suppose toutefois une analyse préalable sur la situation de l'institution de prévoyance tant au niveau de sa fortune que de ses engagements et sur sa capacité à supporter les risques associés aux placements privés.

B. Diligence dans l'élaboration de l'allocation stratégique

Nous l'avons vu plus haut, les actifs privés représentent une source de diversification et potentiellement de performance dont l'importance est d'autant plus grande que certaines classes d'actifs traditionnelles comme les investissements obligataires en CHF ne permettent plus depuis plusieurs années aux institutions de prévoyance d'atteindre un objectif de rendement raisonnable et de financer le coût fixe des rentiers. Le conseil de fondation d'une institution de prévoyance, à qui incombe la responsabilité intransmissible et inaliénable de définir la stratégie d'investissement de l'institution (art. 51a al. 2 let. m LPP et 49a OPP 2), doit donc s'interroger sur l'opportunité d'inclure ces classes d'actifs dans l'allocation stratégique de l'institution de prévoyance. Ce faisant, il s'expose à plusieurs défis particuliers qui n'existent pas, ou en tout cas pas dans la même ampleur, pour les classes d'actifs traditionnelles.

Tout d'abord, l'établissement d'une stratégie de placement doit être conçu sur le long terme en prenant en compte les particularités spécifiques de l'institution de prévoyance et notamment son niveau d'engagements prévisibles dans la durée qui dépend à la fois de l'importance de sa population de rentiers et des perspectives à moyen et long terme de l'entreprise concernée. Ce processus suppose un travail d'analyse préparatoire qui sera le plus sou-

24 Il en résulte que cette exigence ne s'applique pas aux placements dans les infrastructures ainsi qu'aux placements visés à l'art. 53 al. 1 let. d^{ter} OPP 2.

vent réalisé avec l'appui d'experts en prévoyance, notamment par le biais d'études de congruence actifs/passifs²⁵.

La difficulté de l'exercice réside toutefois moins dans la compréhension des passifs de l'institution de prévoyance (même si ceux-ci peuvent avoir un côté aléatoire en fonction de l'évolution économique générale et particulière de l'entreprise) que dans la capacité à comprendre les paramètres fondamentaux qui influent à long terme sur la valeur de chacune des classes d'actifs. En effet, si pour les actifs cotés, il existe de nombreuses données historiques qui, ajustées à la situation présente, permettent d'établir des pronostics raisonnablement fiables sur les paramètres de rendement et de risque pour le futur, ces données sont moins nombreuses et plus aléatoires pour les actifs privés. Un pronostic fiable sur les perspectives de rendement et de risques pour chacune des sous-classes d'actifs du segment des actifs privés est donc plus ardu.

Ensuite, une allocation stratégique suppose non seulement de retenir les classes d'actifs qui seront incluses dans l'allocation, mais aussi de leur allouer un poids optimal (en pourcentage) afin de viser à un portefeuille efficient. Or le mélange d'actifs traditionnels et d'actifs privés dans une allocation stratégique est complexe à gérer du fait des spécificités des actifs privés, en particulier leurs fluctuations moins importantes en termes d'évaluation et le caractère aléatoire du niveau d'investissements et de distributions propres aux actifs privés²⁶. Ainsi, en cas de forte baisse des actifs cotés (par exemple dans un *bear market* financier), la part des actifs privés va augmenter mécaniquement au niveau du pourcentage du portefeuille, même en l'absence d'investissements importants dans la classe d'actifs, et un rebalancement du portefeuille (comme il est pratiqué pour les classes d'investissement traditionnelles) ne sera simplement pas possible du fait du caractère illiquide dans la durée de la plupart des actifs privés.

Ces difficultés (qui s'ajoutent à l'enjeu de l'illiquidité des investissements) expliquent que la grande majorité des institutions de prévoyance intéressée par ce segment va prendre une certaine marge de tolérance dans l'inclusion des actifs privés dans l'allocation stratégique et que de nombreuses institutions de prévoyance, malgré un intérêt de principe pour ces investisse-

25 MENTHA (2020), N 48 s.

26 Comme l'illustrent les distributions très importantes dans le domaine du *private equity* intervenues en 2020 et 2021 et beaucoup plus modestes depuis lors.

ments, vont renoncer à les inclure dans l'allocation d'actifs. Cette situation n'est pas pleinement satisfaisante et elle peut contribuer à la poursuite du mouvement de consolidation de la prévoyance professionnelle. En effet, de nombreuses institutions préfèrent s'intégrer dans des fondations collectives plutôt que de continuer leur parcours autonome.

C. Diligence dans la mise en œuvre de l'allocation stratégique

Une fois le principe d'une allocation aux actifs privés retenue par le conseil de fondation et intégrée dans l'allocation stratégique de l'institution, plusieurs paramètres doivent être pris en compte pour déterminer comment cette allocation est mise en œuvre.

Premièrement, l'institution de prévoyance doit déterminer si elle dispose ou non de ressources propres qui sont à même de piloter ce type d'investissements et notamment l'allocation aux différentes sous-catégories de classes d'actifs privés, la sélection des actifs et leur surveillance. À l'exception de très grandes institutions de prévoyance qui disposent d'un personnel expérimenté en matière financière ou d'institutions de prévoyance rattachées à un établissement financier avec de l'expérience dans les actifs privés, cette condition fera généralement défaut.

Le choix d'un ou plusieurs prestataires externes compétents qui soient en mesure de comprendre les besoins de l'institution de prévoyance et de les mettre en œuvre constitue le défi majeur de l'intégration des actifs privés dans la stratégie de placement²⁷. Le conseil de fondation a la responsabilité d'allouer le temps et toute l'attention nécessaire, cas échéant avec des appuis externes, pour s'assurer que l'identification du ou des prestataires intervienne selon un processus irréprochable et non en fonction d'affinités ou d'intérêts de membres de l'organe paritaire. Ce choix est d'autant plus relevant qu'au contraire des investissements traditionnels, le prestataire demeurera impliqué jusqu'à la réalisation de tous les actifs même s'il ne répond pas aux attentes de l'institution de prévoyance. Les membres du conseil de fondation qui feraient preuve de négligence en la matière s'exposent à une responsabilité civile comme l'illustre l'évolution de la jurisprudence en matière de responsabilité des membres de l'organe paritaire²⁸.

27 Au sujet de la délégation des placements en actifs privés: SCHNEIDER (2019), p. 53 ss.

28 TF 9C_496/2022, 9C_503/2022, 9C_504/2022, 9C_505/2022 du 18.06.2024.

Deuxièmement, l'institution de prévoyance doit sélectionner le mode de mandat et les véhicules d'investissement par le biais desquels, avec l'appui de son ou de ses prestataires externes, elle mettra en œuvre la stratégie en actifs privés. La plupart du temps, l'institution de prévoyance octroiera un mandat de gestion à un prestataire spécialisé en actifs privés, mais il est aussi possible de retenir un mandat de conseil en placement si l'institution ou un organe qu'elle désigne à cette fin est à même de suivre et de comprendre ce type d'investissements.

Les difficultés opérationnelles associées à la mise en œuvre des investissements en actifs sont souvent sous-estimées au début du processus et peuvent engendrer des difficultés importantes pour l'institution de prévoyance dans la durée. En effet, des investissements par étapes dans plusieurs dizaines de fonds de *private equity* imposent notamment des contraintes opérationnelles et de suivi non négligeable. Le choix de bons véhicules de placement qui permettent d'intégrer de manière efficiente les investissements en actifs privés constitue donc une étape préliminaire utile, voire nécessaire, dans la mise en œuvre de ces investissements. Dans ce cadre, il est aussi pertinent pour l'institution de se demander si elle veut investir dans les actifs privés par le biais de véhicules fermés de durée déterminée ou indéterminée (*evergreen*). Si les véhicules fermés représentent encore le choix naturel de prédilection de l'industrie des actifs privés dans de nombreux domaines (comme le *private equity* sous forme de *venture capital* et de *buy-out* ou les projets immobiliers de transformation), certaines classes d'actifs comme les actions suisses non cotées ou les investissements en infrastructure sont accessibles par des véhicules *evergreen*.

La capacité de percevoir des dividendes (qui réduisent la pression pour les institutions de prévoyances de bénéficier de distributions en capital), tout comme le caractère homogène des investisseurs avec des objectifs et un horizon de temps similaires, constituent des facteurs déterminants dans le choix des véhicules considérés. L'histoire a montré, encore récemment, que des véhicules semi-ouverts ne sont pas toujours en mesure d'honorer des demandes de remboursement trop élevées et se transforment en véhicules fermés (ou semi-fermés en application du *gating*) ou en véhicules en liquidation avec des résultats insatisfaisants pour les investisseurs.

IV. Questions choisies pour le client privé

A. Accessibilité aux investissements en actifs privés

La pratique illustre que les investissements indirects dans des actifs privés s'effectuent principalement par le biais de fonds de placement étrangers n'ayant pas reçu d'approbation de la FINMA. Or ces investissements sont réservés aux investisseurs qualifiés (art. 120 LPCC *in fine*).

Cette exigence ne constitue souvent pas un obstacle important pour le client. D'une part, si le client est un client professionnel au sens de la LSFIn (*per se* ou suite à un *opting out*), il est considéré comme un investisseur qualifié au sens de la LPCC (art. 10 al. 3 LPCC). D'autre part, le client privé – sous l'angle de la LSFIn – est également considéré comme un investisseur qualifié s'il entretient une relation de conseil en placement ou de gestion de fortune établie sur le long terme et qu'il n'a pas volontairement déclaré par écrit qu'il ne souhaitait pas être considéré comme un investisseur qualifié (art. 10 al. 3^{ter} LPCC). Dans cette dernière situation, l'art. 6a OPCC impose toutefois à l'intermédiaire financier d'informer l'investisseur de son statut d'investisseur qualifié, de l'éclairer sur les risques qui en découlent et de lui signaler la possibilité de ne pas être traité comme un investisseur qualifié.

Le statut d'investisseur qualifié pour le client privé est ainsi lié à la relation de gestion ou de conseil et non à la personne de l'investisseur. Si celui-ci ou son prestataire met fin à la relation, ce statut est perdu et ne permet plus de futurs investissements en actifs privés. La stratégie d'investissement retenue ne pourra plus être poursuivie dans la durée, ce qui est préjudiciable pour le client. Cette situation illustre la principale problématique que pose l'accessibilité aux actifs privés qui n'émerge pas au début des investissements, mais dans la durée. Les clients devraient donc être informés de ce fait au début de la mise en œuvre de la stratégie et accepter les désavantages qui en résultent ou, de préférence, accepter le principe que le seul moyen de les éviter est de procéder (et de maintenir) un *opting-out* comme client professionnel au sens de LSFIn (au début ou à la fin de la relation).

B. Conformité des investissements avec les Directives ASB

i. Introduction

Les Directives ASB concernant le mandat de gestion de fortune (ci-après les « Directives ASB ») constituent un autre enjeu lorsque des investissements dans des actifs privés interviennent dans le cadre d'un mandat de gestion. Quand bien même ces directives ne sont plus un standard minimal (art. 7 al. 3 LFINMA) depuis l'entrée en vigueur de la LFin, elles demeurent pertinentes non seulement pour les membres de l'ASB, mais également plus largement comme source d'interprétation potentielle du devoir de diligence du prestataire sous l'angle du droit civil²⁹.

L'art. 1 des Directives ASB autorise la banque à accomplir tous les actes nécessaires, pour autant qu'ils entrent dans le cadre des opérations bancaires ordinaires. Il convient ainsi de déterminer si des investissements dans des actifs privés constituent des « opérations bancaires ordinaires ». Cette question est centrale car, au vu de l'influence des Directives ASB sur le devoir de diligence du prestataire, le non-respect de ces dernières peut conduire à une violation du contrat.

Conformément à l'art. 2 cm. 8 des Directives ASB, ces dernières s'appliquent à titre subsidiaire lorsque le client donne des instructions à la banque. Le prestataire a donc la possibilité de prévoir un mandat de gestion spécifique au travers duquel le client renonce précisément à l'application des directives (respectivement le client peut donner des instructions spécifiques à son prestataire dans le cadre d'un mandat de gestion ordinaire). Cette solution devrait néanmoins s'accompagner d'une information appropriée (*infra* IV.C). Cette complexité opérationnelle (par rapport à un mandat de gestion ordinaire) implique toutefois des difficultés pratiques pour le prestataire, raison pour laquelle ce dernier peut valablement s'interroger sur la compatibilité des investissements dans des actifs privés avec les Directives ASB.

²⁹ Voir par exemple : SJ 1988, p. 337, 340 ; TF 4A_556/2019 du 29.09.2020, c. 4.1.1 ; TF 4A_72/2020 du 23.10.2020, c. 5.5.1.

ii. Conformité des *capital calls*

Selon l'art. 2 cm. 8 des Directives ASB, des instructions du client sont nécessaires lorsque les placements sont « assortis d'obligations (à long terme) d'effectuer des versements supplémentaires, d'engagements conditionnels ou de conditions ou modalités similaires requièrent toujours une instruction de la part du client ».

Les investissements dans des fonds d'actifs privés sont généralement assortis d'obligations à long terme d'effectuer des versements supplémentaires (*i.e.*, les *capital calls*). Se pose alors la question de savoir s'ils requièrent, sur cette base, une instruction spécifique de la part du client. À notre sens, les engagements pris par le client dans un contexte d'actifs privés ne devraient pas être qualifiés d'engagements d'effectuer des versements supplémentaires. En effet, le client s'engage en réalité dès le départ à un investissement maximal dont le paiement est échelonné. En d'autres termes, le client s'engage contractuellement à payer la totalité de son engagement sur une période déterminée, période qui peut, selon les termes du fonds en question, être prolongée. Certains fonds peuvent aussi prévoir de pouvoir appeler plus que l'engagement initial, étant précisé que le montant dépassant l'engagement initial devrait pouvoir être déterminé à l'avance. Il est généralement exprimé en pourcentage de l'engagement initial.

iii. Caractère aisément négociable du placement

Conformément à l'art. 6 des Directives ASB, la banque se limite à des instruments aisément négociables dans ses activités de placement. Le cm. 18 précise qu'un instrument financier est aisément négociable si (i) il existe un marché représentatif pour la valeur concernée, (ii) l'émetteur ou la banque s'engage à ce que l'instrument soit aussi aisément négociable que s'il existait un marché représentatif³⁰ ou (iii) le placement est remboursable à intervalles réguliers³¹.

30 Si la banque s'engage à mettre en place un marché représentatif, il conviendrait de toujours s'assurer que les intérêts des clients « repreneurs » des positions soient garantis.

31 La disposition précise les modalités suivantes : pour les placements collectifs non traditionnels liquides, au moins toutes les deux semaines ; pour les autres instruments, au moins quatre fois par année avec un délai de préavis de 60 jours au plus ou, alternativement, au moins une fois par mois avec un délai de préavis de 90 jours au plus.

Au-delà de ces règles, l'enjeu central de liquidité a aussi une perspective structurelle. À notre sens, ne rentre pas dans les art. 4 et 6 des Directives ASB le produit qui satisfait certes formellement aux règles exposées ci-dessus, mais pour lequel le promoteur du produit sait que les investissements sont illiquides et qu'un éventuel *liquidity squeeze* devra être réglé par des *gates*, des pénalités de remboursement ou une suspension des *redemptions*.

Parallèlement aux critères de remboursement ci-dessus, la banque devrait également prendre en considération les éventuelles périodes de *lock up* pour déterminer le caractère aisément négociable du placement. Ces mécanismes de blocages sont usuels dans les fonds d'actifs privés. Un placement ne devrait par exemple pas être considéré comme aisément négociable s'il ne peut pas être vendu durant les deux ou trois premières années suivant la souscription (*hard lock-up*).

Le caractère illiquide d'un instrument financier devrait donc s'apprécier dans son ensemble, à savoir en combinant la fréquence de rachat ainsi que les contraintes de sortie liées au *lock-up*. Une fréquence de remboursement mensuelle ne permettrait pas, à notre sens, de neutraliser une période de *lock-up*. La situation pourrait être différente lorsque le placement permet un remboursement, certes à des conditions défavorables (*soft lock-up*). En fonction des circonstances, cette situation pourrait encore être jugée compatible avec le caractère « aisément négociable » du produit.

iv. Placements collectifs non traditionnels

Les Directives ASB consacrent une disposition spécifique aux placements collectifs non traditionnels, une catégorie qui comprend notamment les placements collectifs qui investissent en actifs privés³².

La première flexibilisation a été introduite à l'art. 4 cm. 15 des Directives ASB qui prévoit que les placements non traditionnels non conformes au cm. 13 (investissements en instruments financiers, valeurs mobilières ou immeubles) peuvent être utilisés à des fins de diversification du portefeuille. Selon le cm. 15, cette exigence dépend de trois conditions alternatives (i) le fonds est investi dans plusieurs placements collectifs juridiquement indépendants (principe du fonds de fonds), (ii) le portefeuille du placement collectif est géré par plusieurs gestionnaires, dont chacun est responsable

32 Une règle similaire se trouve à l'Annexe B ch. 4 du Code de conduite de l'ASG.

d'une partie spécifique du portefeuille à l'exclusion de toutes les autres (principe du fonds *multi-manager*) ou (iii) le fonds offre la garantie d'une diversification équivalente.

Dans une deuxième étape de flexibilisation, les Directives ASB ont autorisé la banque à investir le portefeuille du client sous mandat dans des placements collectifs non traditionnels si ceux-ci sont soumis à une surveillance ordinaire (art. 4 cm. 13 des Directives ASB). Cette règle a été conçue pour permettre des investissements dans les *hedge funds*, soit de manière directe (UCITS) soit de manière indirecte dans les *funds of hedge funds* qui investissent dans des fonds *offshore*³³. Pour ces produits, le critère de la diversification a été abandonné. En revanche, l'exigence de négociabilité de l'art. 6 des Directives ASB – analysé ci-dessus – a été expressément rappelée dans la disposition.

Reste la question de savoir si les investissements en placements non traditionnels qui ne sont pas conformes au cm. 13 doivent également satisfaire à l'exigence de négociabilité de l'art. 6 Directives ASB. Une interprétation historique du texte des Directives ASB (et en particulier la lecture des versions 2013 et 2017) peut amener à la conclusion que le critère de la négociabilité ne s'applique pas à ce type d'investissement. À notre sens, il convient de garder à l'esprit que les Directives ASB visent à encadrer les mandats de gestion ordinaires destinés aux clients non-sophistiqués (cf. Préambule, ch. 4). Pour ces investisseurs, la question du caractère liquide des investissements revêt une importance centrale. Partant, nous sommes d'avis que les investissements en placements non traditionnels qui ne sont pas conformes au cm. 13 doivent également satisfaire à l'exigence de négociabilité de l'art. 6 Directives ASB. Dans ce contexte, il nous semble également important de garder à l'esprit que ces Directives s'inscrivent dans le cadre d'une relation de mandat, à laquelle s'applique l'art. 404 CO. Cette disposition prévoit, de manière impérative, un droit de résiliation en tout temps. Des investissements en actifs illiquides sont de nature à rendre plus difficile l'exercice de ce droit de résiliation (tant dans la perspective du client que du prestataire), étant précisé que le critère de liquidité de l'art. 6 prévoit déjà des délais relativement longs (une fois par trimestre avec un préavis de 60 jours ou une fois par mois avec un préavis de 90 jours). Partant, l'approche prudente consiste, à notre sens, à prévoir dans le mandat de gestion une mise en garde

33 Ces placements collectifs sont généralement appelés «Newcits» dans l'industrie, une contraction des termes «new» et «UCITS».

du client quant au caractère moins liquide de certains investissements, et ce même dans le cadre d'un mandat « ordinaire » au sens des Directives ASB.

C. *Caractère approprié, adéquation et devoir d'information*

Parallèlement à l'accessibilité aux investissements dans des actifs privés, se pose la question de l'opportunité de ces investissements pour les clients ainsi que du devoir d'information.

Tout d'abord, le client doit disposer des connaissances et de l'expérience suffisantes (art. 11 et 12 LSFIn)³⁴. Lorsque le prestataire fournit un service de conseil en placement, les connaissances et l'expérience s'analysent en fonction de chaque transaction³⁵. Le prestataire doit vérifier que son client est au bénéfice d'une connaissance et de l'expérience dans cette classe d'actifs si particulière. Lorsque le prestataire fournit un service de gestion, les connaissances et l'expérience du client se rapportent plus largement au service financier³⁶. Dans sa circulaire 2025/2 – Règles de comportement selon la LSFIn et l'OSFin, la FINMA a précisé que les prestataires doivent « se renseigner sur les connaissances et l'expérience de leur clientèle **pour chaque catégorie de placement** figurant dans leur offre de service financier (...) en tenant compte des caractéristiques de la stratégie de placement **ainsi que des types d'instruments financiers utilisés** » (Cm 14, emphase ajoutée)³⁷. Dans le cadre d'investissement dans des actifs privés, cette précision de la FINMA force donc les prestataires à s'interroger sur les connaissances et l'expérience de leur client relatives à cette classe d'actifs aussi bien dans le cadre d'une relation de conseil en placement que de gestion³⁸.

34 Sous l'angle réglementaire, cette obligation découle des art. 11-12 LSFIn. Sous l'angle du droit du mandat, cette obligation découle du devoir de diligence (TF 4A_72/2020 du 23.10.2020, c. 5.1.1).

35 Sous l'angle de la LSFIn, les connaissances et l'expérience du client se rapportent à chaque transaction uniquement en cas de conseil transactionnel (art. 11 et 12 LSFIn *in fine*). À notre avis, cette distinction constitue une erreur rédactionnelle et cette obligation devrait également s'appliquer au conseil portefeuille (sur ce sujet: PITTET/MENTHA/FISCHER (2024), p. 322; PITTET (2025)). Cette distinction ne se retrouve d'ailleurs probablement pas sous l'angle du droit du mandat.

36 Au sujet de cette distinction: PITTET/MENTHA/FISCHER (2024), p. 326 s.

37 Sur la question de la licéité de cette précision de la FINMA: PITTET (2025).

38 Historiquement, l'accès aux actifs privés était réservé aux relations de conseil en placement. L'inclusion de cette classe d'actifs dans un service de gestion demeure relativement nouvelle n'est pas sans conséquence. En particulier, le prestataire ne peut à notre avis pas se

La réglementation ne fournit pas de précisions explicites sur le niveau de connaissances et d'expérience requises, mais, compte tenu des spécificités et de la complexité de la classe d'actifs, des exigences élevées doivent être retenues³⁹.

Conformément à l'art. 14 al. 3 LSFfin, si le prestataire constate que le client ne dispose pas des connaissances et de l'expérience nécessaires, il peut compenser ce manque par des explications (voire par un signalement au client selon l'al. 1)⁴⁰. Toutefois, que ce soit sous l'angle de la LSFfin que sous l'angle du droit privé, le prestataire de services financiers devrait fournir des informations détaillées au client (y compris sur les risques propres à la classe d'actifs, notamment le risque d'illiquidité) pour s'assurer que celui-ci accepte ces investissements de manière éclairée (ce qui devrait déboucher sur une adaptation de la section du profil d'investissement).

Indépendamment de l'expérience et des connaissances du client, le prestataire qui fournit un service de gestion de fortune ou de conseil portefeuille doit également s'assurer qu'un investissement dans des actifs privés est conforme au profil de risque du client et, lorsque la relation est établie sur le long terme, à la stratégie de placement (art. 17 al. 3 OSFin)⁴¹. Ces obligations se retrouvent peu ou prou dans l'obligation de diligence du prestataire sous l'angle du droit du mandat⁴².

Le profil de risque du client et sa stratégie de placement se fondent notamment sur la situation financière et les objectifs de placement. Nous l'avons vu, les investissements dans des actifs privés comportent de nombreux risques, en particulier un risque de liquidité, et doivent être conçus dans une optique à long terme. Le prestataire doit dès lors s'interroger si de tels

cache derrière la nature de la relation de gestion – où la décision de placement n'est pas prise par le client – pour proposer ces actifs à n'importe lequel de ses clients.

39 En pratique, une question délicate est de déterminer comment déterminer les connaissances et l'expérience du client. En particulier, le prestataire doit choisir s'il fait confiance aux indications du client ou s'il souhaite par exemple le soumettre à un « test » de vérification (à cet égard, l'art. 17 al. 4 OSFin adopte une position relativement laxiste). Sur cette question : CR LSFfin-RICHA/FAVROD-COUNE (2022), art. 12 N 8 s.

40 Concernant la nature des explications à fournir au client : CR LSFfin-RICHA/FISCHER/FAVROD-COUNE (2022), art. 14 N 13 ss.

41 Au sujet de la vérification de l'adéquation dans le cadre du conseil transactionnel : PITTET/MENTHA/FISCHER (2024), p. 330 s.

42 Voir notamment : TF 4A_364/2013 du 05.03.2014, c. 6.5.1 ; TF 4A_72/2020 du 23.10.2020, c. 5.1.1. Voir également : BIZZOZERO/FALLETTI (2017), p. 160 ss ; GUTZWILLER (2008), p. 111 ss.

investissements sont compatibles avec des stratégies de placement fondées sur un horizon de temps court ou moyen (comme les profils conservateurs ou équilibrés que proposent la plupart des établissements financiers) ou s'ils ne devraient pas être réservés aux profils dynamiques ou en actions (ou placements équivalents) qui correspondent à des horizons de temps longs et impliquent un profil de risque élevé du client⁴³.

Finalement, le prestataire informe encore son client des risques généraux liés aux instruments financiers, ainsi que sur les risques et coûts liés au service financier qu'il fournit (art. 8 LSFfin). Cette information comprend, en cas de gestion de fortune ou de conseil portefeuille, une présentation des risques auxquels la stratégie de placement expose la fortune du client (art. 7 al. 2 let. b OSFin). En cas de conseil transactionnel, l'information comprend des indications sur les instruments financiers destinés à être acquis ou aliénés (art. 7 al. 2 let. a OSFin). Une fois de plus, l'art. 398 CO impose une obligation similaire au prestataire⁴⁴. Ce devoir d'information varie (i) en fonction des risques et de la complexité des investissements et (ii) en fonction des connaissances et de l'expérience du client⁴⁵.

Comme mentionné ci-dessus, les investissements dans des actifs privés sont souvent mal compris par le client. Ces instruments aux caractéristiques très particulières et les risques y afférents devraient donc faire l'objet d'une information minutieuse du prestataire à son client. Cette information devrait être analysée sous deux niveaux : une information relative au service qui intègre les actifs privés ainsi qu'une information plus spécifique sur les types d'instruments financiers utilisés.

Parallèlement aux informations sur le service et les instruments financiers, rappelons encore que le prestataire doit également informer son client sur les coûts du service (art. 8 al. 2 let. a LSFfin)⁴⁶. Cette obligation est d'une importance particulière pour les investissements dans des actifs privés.

43 À cet égard, la récente Communication FINMA sur la surveillance 03/2026 (Risques en lien avec l'utilisation de produits dans la gestion de fortune individuelle) insiste sur la prise en compte de la liquidité des investissements dans l'évaluation des risques d'un placement.

44 TF 4A_364/2013 du 05.03.2014, c. 6.3; TF 4A_72/2020 du 23.10.2020, c. 5.1.1. Dans la doctrine, voir par exemple: MEIER (2024), p. 175 ss et 242 ss; HITZ (2018), p. 91 ss; AMIGUET/FISCHER (2017), p. 274 ss; EMMENEGGER (2009), p. 67 ss; GUTZWILLER (2008), p. 116 ss.

45 AMIGUET/FISCHER (2017), p. 282 s. Dans ce sens également: TF 4A_72/2020 du 23.10.2020, c. 5.1.2.

46 Pour plus d'information sur le devoir d'information relatif aux coûts dans des placements indirects: FISCHER/MENTHA/PITTET (2025), p. 247 s. (voir également: MEIER (2024),

D. *Conflits d'intérêts*

Les investissements dans des actifs privés engendrent souvent des coûts plus élevés pour le client, notamment s'agissant de la couche de frais au niveau du produit. Le prestataire bénéficie généralement de cette rémunération plus élevée, notamment grâce à une commission de distribution. La rémunération s'accroît encore d'avantage lorsque les investissements sont effectués dans des produits « maisons », à savoir des produits propres au prestataire (ou à une entité de son groupe). Ces situations génèrent des conflits d'intérêts⁴⁷.

Ces conflits sont d'autant plus importants dans certains actifs privés illiquides où, en raison d'un engagement sur une période de dix à quinze ans, le client se retrouve lié à son prestataire pendant cette période (uniquement concernant les actifs concernés)⁴⁸. Ce facteur s'accroît encore lorsque le prestataire investit sur une base régulière (tous les trois à cinq ans) dans des véhicules de durée déterminée. Le client se retrouve alors réellement « captif sur le long terme » chez son prestataire concernant ces actifs.

Lorsqu'il recourt à des investissements dans des actifs privés, le prestataire doit ainsi s'assurer de respecter les obligations qui résultent de cette situation de conflit d'intérêts (prévention du conflit, régulation et information au client)⁴⁹. Le prestataire doit en particulier analyser l'opportunité du placement pour le client, mettre en place un processus de sélection adéquat et informer le client des conflits d'intérêts⁵⁰.

p. 247 ss). Sous l'angle du droit du mandat: AMIGUET/FISCHER (2017), p. 283; MEIER (2024), p. 260 ss.

47 Pour une analyse approfondie des conflits d'intérêts dans la sélection de placements collectifs de capitaux: FISCHER/MENTHA/PITTET (2025). Voir également ABEGGLEN/SCHOTT (2010), p. 489.

48 Association suisse des banquiers · Risques inhérents au commerce d'instruments financiers (2023), p. 70.

49 Ces obligations se fondent sur l'art. 398 CO ainsi que sur les art. 25 ss LSFin.

50 FISCHER/MENTHA/PITTET (2025), p. 244 ss.

Conclusion

Les investissements dans les actifs privés ont connu une croissance importante depuis une quinzaine d'années qui s'explique aussi bien par leurs mérites propres (diversification, accès à des performances potentiellement élevées) que par la baisse de rendements d'attractivité d'autres classes d'actifs plus traditionnelles (comme les placements à taux fixes, notamment en CHF).

Les investisseurs professionnels que sont les institutions de prévoyance suisses sont confrontés depuis 2008 à l'opportunité d'allouer une part de leur allocation stratégique aux actifs privés qui font directement partie du catalogue des placements autorisés. Une décision d'intégration des actifs privés pose toutefois de nombreux défis, comme la compréhension suffisante des spécificités et des risques de ces placements, la sélection du ou des gestionnaires spécialisés dans le domaine et des types d'investissements les plus appropriés à la situation de l'institution de prévoyance ainsi que la gestion des enjeux opérationnels et juridiques associés à ces investissements. Malgré leur patrimoine important, de nombreuses institutions de prévoyance n'ont pas (encore) fait le pas vers les actifs privés.

Tant dans l'Union européenne⁵¹ qu'aux Etats-Unis, les investissements dans les actifs privés connaissent par ailleurs une tendance marquée vers la « retailisation », avec notamment un accès élargi aux clients privés fortunés, notamment via des véhicules de placement collectif tels que les fonds fermés ou des fonds *evergreen*. Cette démocratisation, qui peut désormais aussi être observée en Suisse, est en principe source de diversification et de rendements attractifs pour les clients. Elle expose néanmoins les prestataires de services financiers à des risques juridiques accrus. Les prestations de conseil et de gestion en lien avec les investissements (même indirects) en actifs privés requièrent en effet une méthodologie spécifique pour garantir la conformité au droit du mandat, à la LSFIn et aux Directives ASB.

51 S'agissant de l'Union européenne, l'on peut penser aux placements collectifs « ELTIF » (*European Long-Term Investment Funds*), qui sont des placements collectifs précisément destinés à permettre aux investisseurs particuliers d'accéder aux actifs privés.

Pour atténuer ces risques, une approche observée en pratique consiste à limiter l'éligibilité aux clients professionnels et aux clients privés dotés de connaissances et d'expérience documentées et vérifiées dans ce domaine et au travers d'un mandat de gestion « spécial » (non conforme aux Directives ASB). Les prestataires, de leur côté, doivent démontrer des compétences organisationnelles adéquates (en particulier pour une *due diligence* approfondie des produits et une gestion rigoureuse du rôle de *nominee*), qui constituent un préalable indispensable avant d'intégrer les actifs privés dans les allocations d'actifs tout en respectant les normes de protection des investisseurs.

Bibliographie

ABEGGLEN Sandro/SCHOTT Bertrand G., Einsatz alternativer Anlagen in der Vermögensverwaltung Rechtliche und regulatorische Aspekte unter besonderer Berücksichtigung der auf Banken anwendbaren Regeln, *in* GesKR, 2010, p. 476-491.

AMIGUET Antoine/FISCHER Philipp, L'exécution fidèle: Le devoir d'informer le client, *in* Le mandat de gestion de fortune (Bizzozero Alessandro/Falletti André/Meregalli Do Duc Samantha, édit.), 2^e éd., Genève, 2017, p. 580-620.

BIZZOZERO Alessandro/FALLETTI André, L'exécution diligente, *in* Le mandat de gestion de fortune (Bizzozero Alessandro/Falletti André/Meregalli Do Duc Samantha, édit.), 2^e éd., Genève, 2017, p. 132-230.

BRETTON-CHAVALIER Claude, Le gérant de fortune indépendant, Genève, 2002 (thèse).

EMMENEGGER Susan, Le devoir d'information du banquier, *in* La responsabilité pour l'information fournie à titre professionnel: Journée de la responsabilité civile 2008 (Chappuis Christine/Winiger Bénédicte, édit.), Genève, 2009, p. 67-89.

FISCHER Philipp/MENTHA Yvar/PITTET Sébastien, Conflits d'intérêts dans la sélection de placements collectifs de capitaux, *in* RSDA, 2025, p. 238-253.

GUTZWILLER P. Christoph, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Genève/Zürich/Bâle, 2008.

HITZ Tamara, Banken im Spannungsfeld zwischen Informationen sammeln, vermitteln und weitergeben, 2018 (thèse).

LOMBARDINI Carlo, Gestion de fortune: réglementation, contrats et instruments, Genève, 2021.

MEIER Quirin, Informationspflichten am Point of Sale in der Vermögensverwaltung, 2024 (thèse).

MENTHA Yvar, Art. 71 Administration de la fortune, *in* LPP et LFLP: lois fédérales sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité et sur le libre passage dans la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (Schneider Jacques-André/Geiser Thomas/Gächter Thomas, édit.), 2^e éd., Berne, 2020.

PASSADOR Maria Lucia, Capital Market Conundrums: IPO Declines and Delisting Dilemmas, 1^{er} mai 2025.

PHILIPPE Arnaud Frédéric, Droit des sociétés cotées à l'actionnariat concentré: une approche structurelle, Genève, 2020 (thèse).

PITTET Sébastien, Vérification de l'adéquation: Quo vadis?, *in* Commentaire CDBF, 8 avril 2025.

PITTET Sébastien/MENTHA Yvar/FISCHER Philipp, Conseil en placement: de la théorie à la pratique, *in* RSDA, 2024, p. 320-339.

RICHA Alexandre/FISCHER Philipp (édit.), Commentaire romand: Loi sur les services financiers, Bâle, 2022 (cité: CR LSFIn-AUTEUR.E).

SCHNEIDER Jacques-André, Article 55 OPP 2: abrogation, flexibilisation ou statu quo?, 2019.

SETHE Rolf/BÖSCH René/FAVRE Olivier/KRAMER Stefan/SCHOTT Ansgar (édit.), Kommentar zum Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG, Zurich, 2021 (cité: SK FIDLEG-AUTEUR.E).

THÉVENOZ Luc, La banque exposée aux prétentions des tiers: art. 402 CO et rétention d'actifs de clients, *in* RSDA, 2017, p. 126-143.