



EIDGENÖSSISCHE BANKENKOMMISSION
COMMISSION FÉDÉRALE DES BANQUES
COMMISSIONE FEDERALE DELLE BANCHE
CUMMISSIUN FEDERALA DA LAS BANCAS

Bulletin

EBK CFB
EBK CFB
EBK CFB
EBK CFB
EBK CFB
EBK CFB

Heft / Fascicule 39

2000

Herausgeber Eidg. Bankenkommission
Editeur Commission fédérale des banques

Marktgasse 37, Postfach, 3001 Bern
Telefon 031 322 69 11
Telefax 031 322 69 26

Vertrieb BBL/EDMZ, 3003 Bern, www.admin.ch/edmoz
Diffusion OFCL/EDMZ, 3003 Berne, www.admin.ch/edmoz

3000 Bern/3000 Berne

Telefon 031 / 322 39 08
Téléphone 031 / 322 39 08

Telefax 031 / 322 39 75
Téléfax 031 / 322 39 75

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Verzeichnis der Abkürzungen	6
Unterstellung eines Angebotes zum freiwilligen Umtausch von Namen- in Inhaberaktien unter das Börsengesetz; zeitliche Beschränkung des Umtausches	15
Unterstellung einer in der Schweiz kotierten luxemburgischen Gesellschaft unter das Börsengesetz; Anwendung der schweizerischen Übernahmeregelung	25
Erhebung von Gebühren durch die Übernahmekommission	34
Bericht der Übernahmekommission über die Rückkäufe von Beteiligungspapieren vom 6. Oktober 1999	41

Sommaire

Page

Tableau des abréviations	6
Soumission d'une offre d'échange facultatif d'actions nominatives en actions au porteur à la loi sur les bourses; limitation dans le temps de la durée de l'échange	15
Assujettissement à la loi sur les bourses d'une société luxembourgeoise cotée en Suisse; application de la réglementation suisse en matière de prises de participation	25
Perception d'un émolument par la Commission des OPA	34
Rapport de la Commission des OPA sur les rachats de titres de participation du 6 octobre 1999	41

Sommario

Pagina

Elenco delle abbreviature	6
Assoggettamento alla legge sulle borse di una offerta di permuta facoltativa di azioni nominative in azioni al portatore; limitazione nel tempo della durata della permuta	16
Assoggettamento alla legge sulle borse di una società lussemburghese quotata in Svizzera; applicazione della legislazione svizzera in materia di acquisti di partecipazioni	26
Prelevamento di una tassa da parte della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto	35
Rapporto della Commissione delle OPA sui riacquisti di titoli di partecipazione del 6 ottobre 1999	41

Verzeichnis der Abkürzungen

Tableau des abréviations

Elenco delle abbreviature

English abbreviations

ABV	Verordnung über die ausländischen Banken in der Schweiz vom 21. Oktober 1996 (Auslandbankenverordnung, SR 952.111) OBE/OBE/FBO
AFG	Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (Anlagefondsgesetz, SR 951.31) LFP/LFI/IFA
AFV	Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994 (SR 951.311) OFP/OFI/IFO
AFV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die Anlagefonds vom 27. Oktober 1994 (SR 951.311.1) OFP-CFB/OFI-CFB/IFO-SFBC
APA	Federal Act on Administrative Procedure of 20 December 1968 (Administrative Procedure Act 1968) VwVG/PA/PA
AS	Amtliche Sammlung des Bundesrechts RO/RU/RO
ATF	Arrêts du Tribunal fédéral suisse BGE/DTF/ATF
ATF	Decisions of the Federal Supreme Court BGE/ATF/DTF
BA	Federal Banking Act of 8 November 1934 (Banking Act 1934) BankG/LB/LBCR
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (Bankengesetz, SR 952.0) LB/LBCR/BA

BankV	Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 17. Mai 1972 (Bankenverordnung, SR 952.02) OB/OBCR/BAO
BBI	Bundesblatt FF/FF/FF
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz, SR 954.1) LBVM/LBVM/SESTA
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel vom 2. Dezember 1996 (Börsenverordnung, SR 954.11) OBVM/OBVM/SESTO
BEHV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankkommission über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997 (Börsenverordnung-EBK, SR 954.193) OBVM-CFB/OBVM-CFB/SESTO-SFBC
BGE	Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts ATF/DTF/ATF
BO	Ordinance to the Federal Banking Act of 17 May 1972 (Banking Ordinance 1972) BankV/OB/OBCR
BStP	Bundesgesetz über die Bundesstrafrechtspflege vom 15. Juni 1934 (SR 312.0) PPF/PP
BtG	Beamtengesetz vom 30. Juni 1927 (SR 172.221.10) StF/OF
BZP	Bundesgesetz über den Bundeszivilprozess vom 4. Dezember 1947 (SR 273) PCF/PC
CFB	Commission fédérale des banques EBK/CFB/SFBC
CFB	Commissione federale delle banche EBK/CFB/SFBC
COPA	Commission des OPA UEK/COPA/TOB

COPA	Commissione delle OPA UEK/COPA/TOB
CP	Code pénal suisse du 21 décembre 1937 (RS 311.0) StGB/CP
CP	Codice penale svizzero del 21 dicembre 1937 (SR 311.0) StGB/CP
DTF	Decisioni del Tribunale federale svizzero BGE/ATF/ATF
EBK	Eidgenössische Bankenkommision CFB/CFB/SFBC
EBK-GebV	Verordnung über die Erhebung von Abgaben und Gebühren durch die Eidg. Bankenkommision vom 2. Dezember 1996 (SR 611.014) Oém-CFB/Oem-CFB
FBO	Ordinance on Foreign Banks in Switzerland of 21 October 1996 (Foreign Banks Ordinance 1996) ABV/OBE/OBE
FF	Federal journal BBI/FF/FF
FF	Feuille fédérale BBI/FF/FF
FF	Foglio federale BBI/FF/FF
GwG	Bundesgesetz zur Bekämpfung der Geldwäscherei im Finanzsektor vom 10. Oktober 1997 (Geldwäschereigesetz, SR 955.0) LBA/LRD/MLA
IFA	Federal Act on Investment Funds of 18 March 1994 (Investment Fund Act 1994) AFG/LFP/LFI
IFO	Ordinance of the Federal Council on Investment Funds of 19 October 1994 (Investment Fund Ordinance 1994) AFV/OFP/OFI

IFO-SFBC	Ordinance of the Swiss Federal Banking Commission on Investment Funds of 27 October 1994 (Investment Fund Ordinance of the Banking Commission 1994) AFV-EBK/OFP-CFB/OFI-CFB
LB	Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934 (Loi sur les banques, RS 952.0) BankG/LBCR/BA
LBA	Loi fédérale concernant la lutte contre le blanchiment d'argent dans le secteur financier du 10 octobre 1997 (Loi sur le blanchiment d'argent, RS 955.0) GwG/LRD/MLA
LBCR	Legge federale su le banche e le casse di risparmio dell'8 novembre 1934 (Legge sulle banche, RS 952.0) BankG/LB/BA
LBVM	Legge federale sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 24 marzo 1995 (Legge sulle borse, RS 954.1) BEHG/LBVM/SESTA
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995 (Loi sur les bourses, RS 954.1) BEHG/LBVM/SESTA
LFI	Legge federale sui fondi d'investimento del 18 marzo 1994 (RS 951.31) AFG/LFP/IFA
LFP	Loi fédérale sur les fonds de placement du 18 mars 1994 (RS 951.31) AFG/LFI/IFA
LRD	Legge federale relativa alla lotta contro il riciclaggio di denaro nel settore finanziario del 10 ottobre 1997 (Legge sul riciclaggio di denaro, RS 955.0) GwG/LBA/MLA
MLA	Federal Act on the prevention of money laundering in the financial sector of 10 October 1997 (Money laundering act 1997) GwG/LBA/LRD

OB	Ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne du 17 mai 1972 (Ordonnance sur les banques, RS 952.02) BankV/OBCR/BAO
OBCR	Ordinanza su le banche e le casse di risparmio del 17 maggio 1972 (Ordinanza sulle banche, RS 952.02) BankV/OB/BAO
OBE	Ordinanza concernente le banche estere in Svizzera del 21 ottobre 1996 (Ordinanza sulle banche estere, RS 952.111) ABV/OBE/FBO
OBE	Ordonnance concernant les banques étrangères en Suisse du 21 octobre 1996 (Ordonnance sur les banques étrangères, RS 952.111) ABV/OBE/FBO
OBVM	Ordinanza sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 2 dicembre 1996 (Ordinanza sulle borse, RS 954.11) BEHV/OBVM/SESTO
OBVM	Ordonnance sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 2 décembre 1996 (Ordonnance sur les bourses, RS 954.11) BEHV/OBVM/SESTO
OBVM-CFB	Ordinanza della Commissione federale delle banche sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 25 giugno 1997 (Ordinanza sulle borse della CFB, RS 954.193) BEHV-EBK/OBVM-CFB/SESTO-SFBC
OBVM-CFB	Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 25 juin 1997 (Ordonnance sur les bourses de la CFB, RS 954.193) BEHV-EBK/OBVM-CFB/SESTO-SFBC
O-COPA	Ordinanza commissionale sulle offerte pubbliche di acquisto del 21 luglio 1997 (Ordinanza commissionale OPA, RS 954.195.1) UEV-UEK/OOPA/TOO

Oem-CFB	Ordinanza sulla riscossione die tasse e emolumenti da parte della Commissione federale delle banche del 2 dicembre 1996 (RS 611.014) EBK-GebV/Oém-CFB
Oém-CFB	Ordonnance réglant la perception de taxes et d'émoluments par la Commission fédérale des banques du 2 décembre 1996 (RS 611.014) EBK-GebV/Oem-CFB
OF	Ordinamento dei funzionari del 30 giugno 1927 (RS 172.221.10) BtG/StF
OFI	Ordinanza sui fondi d'investimento del 19 ottobre 1994 (RS 951.311) AFV/OFP/IFO
OFI-CFB	Ordinanza della Commissione federale delle banche sui fondi d'investimento del 27 ottobre 1994 (RS 951.311.1) AFV-EBK/OFP-CFB/IFO-SFBC
OFP	Ordonnance sur les fonds de placement du 19 octobre 1994 (RS 951.311) AFV/OFI/IFO
OFP-CFB	Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les fonds de placement du 27 octobre 1994 (RS 951.311.1) AFV-EBK/OFI-CFB/IFO-SFBC
OG	Bundesgesetz über die Organisation der Bundesrechtspflege vom 16. Dezember 1943 (Bundesrechtspflegegesetz, SR 173.110) OJ/OG
OG	Legge federale sull'organizzazione giudiziaria del 16 dicembre 1943 (Organizzazione giudiziaria, RS 173.110) OG/OJ
OJ	Loi fédérale d'organisation judiciaire du 16 décembre 1943 (Organisation judiciaire, RS 173.110) OG/OG

OOPA	Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition du 21 juillet 1997 (Ordonnance sur les OPA, OOPA, RS 954.195.1) UEV-UEK/O-COPA/TOO
PA	Legge federale sulla procedura amministrativa del 20 dicembre 1968 (RS 172.021) VwVG/PA/APA
PA	Loi fédérale sur la procédure administrative du 20 décembre 1968 (RS 172.021) VwVG/PA/APA
PC	Legge di procedura civile federale del 4 dicembre 1947 (RS 273) BZP/PCF
PCF	Loi fédérale de procédure civile fédérale du 4 décembre 1947 (RS 273) BZP/PA
PP	Legge federale sulla procedura penale del 15 giugno 1934 (RS 312.0) BStP/PPF
PPF	Loi fédérale sur la procédure pénale du 15 juin 1934 (RS 312.0) BStP/PP
R-CFB	Regolamento della Commissione federale delle banche del 20 novembre 1997 (RS 952.721) R-EBK/R-CFB
R-CFB	Règlement de la Commission fédérale des banques du 20 novembre 1997 (RS 952.721) R-EBK/R-CFB
R-COPA	Règlement de la Commission des offres publiques d'acquisition du 21 juillet 1997 (Règlement de la Commission des OPA, RS 954.195.2) Regl-UEK/R-COPA/R-TB
R-COPA	Regolamento della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto del 21 luglio 1997 (Regolamento della Commissione OPA, RS 954.195.2) Regl-UEK/R-COPA/R-TB

R-EBK	Reglement über die Eidgenössische Bankenkommis- sion vom 20. November 1997 (SR 952.721) R-CFB/R-CFB
Regl-UEK	Reglement der Übernahmekommission vom 21. Juli 1997 (Reglement-UEK, SR 954.195.2) R-COPA/R-COPA/R-TB
RO	Official chronological collection of the federal legislation AS/RO/RU
RO	Recueil officiel des lois fédérales AS/RU/RO
RS	Raccolta sistematica del diritto federale SR/RS/RS
RS	Recueil systématique du droit fédéral SR/RS/RS
RS	Systematic collection of the federal legislation SR/RS/RS
R-TB	Regulations of the Takeover Board of 21 July 1997 (Regulations-TB) Regl-UEK/R-COPA/R-COPA
RU	Raccolta ufficiale delle leggi federali AS/RO/RO
SESTA	Federal Act on Securities Exchanges and Securities Trading of 24 March 1995 (Securities Act 1995) BEHG/LBVM/LBVM
SESTO	Ordinance of the Federal Council to the Federal Act on Securities Exchanges and Securities Trading of 2 December 1996 (Securities Ordinance 1996) BEHV/OBVM/OBVM
SESTO- SFBC	Ordinance of the Swiss Federal Banking Commission to the Federal Act on Securities Exchanges and Securities Trading of 25 June 1997 (Securities Ordinance of the Banking Commission 1997) BEHV-EBK/OBVM-CFB/OBVM-CFB

SFBC	Swiss Federal Banking Commission EBK/CFB/CFB
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts RS/RS/RS
StF	Loi fédérale sur le statut des fonctionnaires du 30 juin 1927 (RS 172.221.10) BtG/OF
StGB	Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (SR 311.0) CP/CP
TOB	Swiss Takeover Board UEK/COPA/COPA
TOO	Ordinance of the Takeover Board on Public Takeover Offers of 21 July 1997 (Takeover Ordinance 1997) UEV-UEK/OOPA/O-COPA
UEK	Übernahmekommission COPA/COPA/TOB
UEV-UEK	Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. Juli 1997 (Übernahmeverord- nung-UEK, SR 954.195.1) OOPA/O-COPA/TOO
VG	Bundesgesetz über die Verantwortlichkeit des Bundes sowie seiner Behördenmitglieder und Beamten vom 14. März 1958 (Verantwortlichkeitsgesetz, SR 170.32)
VStrR	Bundesgesetz über das Verwaltungsstrafrecht vom 22. März 1974 (SR 313.0)
VwOG	Bundesgesetz über die Organisation und die Ge- schäftsführung des Bundesrates und der Bundesver- waltung vom 19. September 1978 (SR 172.010)
VwVG	Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 (SR 172.021) PA/PA/APA

Décision de la Chambre des offres publiques d'acquisition de la CFB du 5 octobre 1998 dans la cause SGS Société Générale de Surveillance Holding SA¹

Art. 2 let. e LBVM, soumission d'une offre d'échange facultatif d'actions nominatives en actions au porteur à la loi sur les bourses; limitation dans le temps de la durée de l'échange.

1. Une offre d'échange d'actions nominatives en actions au porteur présentée publiquement aux détenteurs d'actions d'une société suisse, cotée en Suisse, est soumise aux règles sur les offres publiques d'acquisition de la loi sur les bourses lorsque l'échange est facultatif. L'introduction d'une clause statutaire concernant des changements au sein du capital et la non-fixation d'un prix concret ne sont pas déterminants pour statuer sur la question de l'application de la loi sur les bourses (c. 2).

2. Lorsque, dans un cas particulier, l'égalité de traitement, la transparence, la loyauté et la bonne foi sont garanties autrement que par une application directe et intégrale des dispositions de la législation boursière, et dans la mesure où il n'y a pas d'autres violations de la loi, l'offre publique d'échange n'est pas assujettie à la loi sur les bourses (c. 3).

3. A côté des annonces mensuelles à faire quant aux changements du capital, une limitation de l'offre dans le temps est nécessaire pour assurer la transparence quant à la structure du capital-actions de la société lorsque le délai est écoulé (c. 4).

Art. 2 Bst. e BEHG, Unterstellung eines Angebotes zum freiwilligen Umtausch von Namen- in Inhaberaktien unter das Börsengesetz; zeitliche Beschränkung des Umtausches.

1. Ein Umtauschangebot für Namenaktien, welches öffentlich den Besitzern von Inhaberaktien einer schweizerischen und in der Schweiz kotierten Gesellschaft unterbreitet wird, ist den Regeln des

¹ Voir également la décision de la Chambre des OPA de la CFB du 4 mars 1998 dans la cause Pharma Vision 2000 AG, BK Vision AG und Stillhalter Vision AG, Bulletin CFB 36 p. 38 ss.

Börsengesetzes über öffentliche Kaufangebote unterstellt, wenn der Umtausch freiwillig ist. Die Einführung einer Bestimmung über Kapitalveränderungen in den Statuten sowie die fehlende Festlegung eines konkreten Preises sind vorliegend nicht relevant für die Frage der Anwendbarkeit des Börsengesetzes (E. 2).

2. Sind im Einzelfall Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit und Treu und Glauben auf andere Weise als durch die unmittelbare und umfassende Anwendung der börsengesetzlichen Vorschriften gewährleistet und liegen auch sonst keine Gesetzesverletzungen vor, ist das öffentliche Umtauschangebot von der Unterstellung unter das Börsengesetz ausgenommen (E. 3).

3. Zusätzlich zu den monatlichen Meldungen über die Kapitalveränderungen ist eine zeitliche Beschränkung des Angebotes notwendig, um nach Ablauf der Frist eine transparente Struktur des Aktienkapitals der Gesellschaft sicherzustellen (E. 4).

Art. 2 lett. e LBVM, assoggettamento alla legge sulle borse di una offerta di permuta facoltativa di azioni nominative in azioni al portatore; limitazione nel tempo della durata della permuta.

1. Un'offerta di permuta di azioni nominative in azioni al portatore presentata pubblicamente ai detentori di azioni di una società svizzera, quotata in Svizzera, è sottomessa alle regole sulle offerte pubbliche di acquisto della legge sulle borse quando la permuta è facoltativa. L'introduzione di una clausola statutaria sui cambiamenti nel capitale e l'assenza di fissazione di un prezzo concreto non sono determinanti per decidere sull'applicazione della legge sulle borse (c. 2).

2. Quando, in un caso specifico, la parità di trattamento, la trasparenza, la lealtà e la buona fede sono garantite altrimenti che da un'applicazione diretta e integrale delle disposizioni della legislazione borsistica, e quando non ci sono altre violazioni della legge, l'offerta pubblica di permuta non è assoggettata alla legge sulle borse (c. 2).

3. Oltre alle dichiarazioni mensili sui cambiamenti del capitale, una limitazione dell'offerta nel tempo è necessaria per garantire la trasparenza della struttura del capitale azionario della società quando il termine è scaduto (c. 4).

Résumé des faits:

La SGS Société Générale de Surveillance Holding SA à Genève (ci-après: SGS) est une société dont les actions au porteur sont cotées à la Bourse suisse. Au 3 juin 1998, son capital-actions de CHF 156 443 320.– était divisé en 2 624 641 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 20.– et 1 039 505 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 100.–. L'ordre du jour de l'assemblée générale ordinaire du 3 juin 1998 de la SGS, partie extraordinaire, point (e), prévoyait d'ajouter, selon proposition du conseil d'administration de la SGS, à l'article 6bis des statuts un 4ème alinéa, libellé comme suit:

«Les détenteurs d'actions nominatives ont la faculté de convertir leurs actions nominatives en actions au porteur dans un rapport de conversion de cinq actions nominatives pour une action au porteur. Le conseil d'administration est autorisé à organiser la conversion et notamment à procéder aux adaptations statutaires et publications utiles et nécessaires.»

Lors de l'assemblée générale ordinaire du 3 juin 1998, l'introduction de cette clause a été approuvée par 99,84% des voix présentes ou représentées. Les statuts ont été modifiés en conséquence. La modification des statuts a été inscrite au Registre du Commerce le 23 juin 1998. L'échange peut être effectué de manière continue et jusqu'à une date indéterminée, au fur et à mesure des demandes.

Suite à diverses correspondances avec la SGS, la COPA a édicté une recommandation datée du 20 juillet 1998 à l'adresse de la SGS. Cette recommandation dispose que:

- L'offre d'échange présentée par SGS, Société Générale de Surveillance SA aux détenteurs d'actions nominatives, est soumise aux dispositions sur les OPA.*
- L'offre d'échange est exonérée de l'application des dispositions sur les OPA.*
- L'exemption est accordée jusqu'au 22 juin 2001.*

La SGS a rejeté la recommandation de la COPA du 20 juillet 1998, en tant qu'elle qualifie d'offre publique d'échange soumise aux dispositions sur les OPA, la faculté statutaire de convertir des actions

nominatives en actions au porteur. Le dossier a par conséquent été transmis à la CFB. Après avoir entendu tant la SGS que la COPA, la chambre des OPA de la Commission des banques a décidé que l'offre d'échange facultatif d'actions nominatives en actions au porteur de la SGS Société Générale de Surveillance Holding SA du 3 juin 1998 constitue une offre publique d'acquisition au sens de l'article 2 let. e de la loi sur les bourses, que cette offre d'échange du 3 juin 1998 est exonérée de l'application des dispositions sur les offres publiques d'acquisition et que l'exemption de l'application des dispositions sur les offres publiques d'acquisition est accordée jusqu'au 22 juin 2001.

Considérants en droit:

1.– a) La loi sur les bourses vise à protéger les investisseurs en leur garantissant la transparence et l'égalité de traitement (art. 1 LBVM). Les dispositions spécifiques des OPA précisent, de plus, que la loyauté et la bonne foi (art. 28 LBVM et art. 1, 10 et 42–46 OOPA) doivent également être respectées dans le cas des offres publiques d'acquisition.

b) La tâche de la COPA consiste à veiller de cas en cas au respect des dispositions applicables aux offres publiques d'acquisition. Elle édicte des recommandations à l'adresse des personnes concernées, par lesquelles elle constate si les dispositions applicables ont été respectées. Elle peut publier ses recommandations (art. 23 al. 3 LBVM; art. 3 al. 1, 2 et 4 OOPA; art. 3 R-COPA). En cas de rejet ou d'inobservation de ses recommandations, elle en informe la CFB. Cette dernière peut rendre une décision quant à l'objet qui lui a été soumis (art. 23 al. 4 et art. 35 al. 1 LBVM). La CFB peut soutenir les recommandations de la COPA, les annuler en tout ou en partie ou rendre une décision ayant un autre contenu.

2.– a) Selon la disposition de l'art. 2 let. e LBVM, une offre publique d'acquisition est toute offre d'achat ou d'échange présentée publiquement aux détenteurs d'actions, de bons de participation, de bons de jouissance ou d'autres titres de participation (titres) de sociétés suisses dont une partie au moins des titres sont cotés auprès d'une bourse en Suisse. Sur cette base, l'art. 22 LBVM statue ensuite que

les dispositions de la section 5 LBVM sont applicables aux offres publiques d'acquisition portant sur lesdites sociétés (sociétés visées).

Les actions au porteur de la SGS sont cotées au segment principal de la Bourse suisse. Il s'agit donc d'une société tombant sous le coup de la législation boursière.

b) Il se pose la question de savoir si l'offre d'échange de la SGS sur ses propres titres est une offre au sens de la législation boursière, c'est-à-dire si elle tombe sous le coup de l'article 2 let. e LBVM.

aa) La SGS fait valoir que la loi sur les bourses n'apporte pas de réponse claire sur la définition de l'offre; de plus, le fait que la clause statutaire introduite dans les statuts de la SGS n'offre qu'une possibilité d'échange laissant les actionnaires libres d'en faire usage ou non confirme, selon elle, qu'il ne s'agit pas d'une offre au sens de la loi sur les bourses, mais d'une simple procédure technique. La SGS fait également valoir qu'il ne s'agit pas d'un échange au sens de la LBVM, car l'actionnaire ne se défait pas de sa participation.

La COPA, par contre, souligne que c'est justement le caractère facultatif de l'offre de la SGS qui en fait une offre au sens de la loi sur les bourses. Le fait qu'elle résulte d'une décision de l'assemblée générale n'en modifie pas la nature. Une offre publique d'acquisition suppose par définition un choix de l'actionnaire. Les règles sur les offres publiques d'acquisition ne seraient, au contraire, pas applicables si l'opération n'était pas facultative, c'est-à-dire si l'assemblée générale de la SGS avait décidé de convertir toutes les actions nominatives en actions au porteur. La clause statutaire n'est pas non plus déterminante pour l'application de la loi sur les bourses; elle permet seulement à la SGS d'annuler les actions nominatives échangées et d'émettre de nouvelles actions au porteur. Les sociétés pourraient, de plus, toujours faire en sorte que leurs décisions de rachat soient incorporées dans une clause statutaire, ce qui reviendrait à exempter l'application des règles sur les offres publiques d'acquisition dans tous ces cas.

La définition fournie par l'art. 2 let. e LBVM est claire. Elle statue expressément que l'offre d'échange peut être une offre au sens de la LBVM; ceci est valable également lorsque des titres appartenant

en propre à une société sont concernés, comme cela a été statué dans la Décision de la Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques du 4 mars 1998 dans la cause Pharma Vision 2000 AG, Glaris, BK Vision AG, Wilen, Stillhalter Vision AG, Wilen (ci-après: Décision CFB du 4 mars 1998; cf. Bulletin CFB 36, p. 38 ss.) dans le cas d'un rachat par une société de ses propres titres. De plus, il est justement une caractéristique de l'offre publique d'acquisition d'offrir aux actionnaires la possibilité de faire un choix; ces derniers peuvent soit accepter, soit refuser une offre. Le fait que l'offre d'échange de la SGS soit facultative place les actionnaires devant un choix. Les règles sur les offres publiques d'acquisition de la loi sur les bourses visent précisément à protéger les actionnaires se trouvant dans cette situation. L'offre de la SGS est donc une offre au sens de la loi sur les bourses.

Dans le cas présent, il y a lieu de constater qu'un échange est fait sous la forme de titres qui peuvent être échangés. Il faut relever que l'actionnaire perd, suite à l'échange, quatre-cinquième (4/5^{ème}) de ses droits de vote, ce qui représente un changement considérable de ses droits. De plus, la valeur pécuniaire peut varier dans les temps, sans que le taux prévu ne soit modifié. Au vu du changement de la position de l'actionnaire quant à ses droits de vote suite à l'échange offert par la SGS, il s'agit bien là d'un échange comme défini par la loi sur les bourses et tombant sous le coup de ladite loi.

bb) La SGS fait de plus valoir qu'il ne s'agit pas d'une offre, car les caractéristiques de l'offre au sens de la LBVM ne sont pas remplies. Son offre d'échange ne contient en particulier ni la détermination d'un prix, ni la volonté juridique de conclure un contrat. S'il est vrai que l'offre de la SGS ne communique pas de prix au sens strict, il n'en demeure pas moins que les conditions de l'échange proposé sont clairement fixées. La clause statutaire dispose que les actions nominatives peuvent être échangées dans un rapport de conversion de cinq actions nominatives pour une action au porteur dans un délai indéterminé. En fixant le taux d'échange tel dans le cas présent, un rapport a été clairement défini; il est fixé pour une durée indéterminée et la valeur pécuniaire de l'échange peut être déterminée en tout temps de manière définitive. Par ailleurs, si la société n'avait pas eu l'intention de conclure un contrat, elle n'aurait pas eu besoin de changer ses statuts en y introduisant une clause déclarant qu'elle était

prête en tout temps à convertir des actions. La SGS s'engage ainsi à changer ses rapports juridiques avec ses actionnaires en tout temps. Chaque échange implique, de plus, une mutation de la qualité des droits des actionnaires vis-à-vis de la SGS, de leur participation et du genre de titres, nominatif ou au porteur, dont ceux-ci disposent. En outre, la possibilité mise à disposition des actionnaires de changer le type de leurs rapports juridiques avec la société en tout temps dépasse largement le cadre fixé par le droit de la société anonyme quant à la conversion des titres, ce qui justifie d'autant plus l'application des règles de la LBVM sur les offres publiques d'acquisition.

cc) Ensuite, la SGS fait également valoir une inégalité de traitement par rapport à d'autres sociétés, en se basant sur la Circulaire no 1 de la COPA, Le champ d'application, datée du 21 juillet 1997 qui a été abrogée par la COPA le 1er mai 1998.

Les circulaires de la COPA n'ont pas de portée juridique et ne lient de toute manière pas la Commission fédérale des banques. Celle-ci est chargée d'approuver les dispositions édictées par la COPA (art. 23 al. 2 LBVM), sauf les circulaires. De plus, la COPA a changé sa pratique suite à la Décision CFB du 4 mars 1998 et abrogé sa Circulaire no 1 avant qu'ait eu lieu l'assemblée générale de la SGS. Les cas similaires d'autres sociétés traités auparavant l'ont été dans le cadre de son ancienne pratique. La SGS avait connaissance de ce fait.

Il n'y a donc pas lieu d'admettre qu'il y ait une inégalité de traitement. Bien au contraire, l'application des règles concernant les offres publiques d'acquisition de la loi sur les bourses est d'autant plus justifiée dans le cas présent.

dd) La SGS souligne finalement qu'à son avis l'on peut douter du caractère publique de l'offre d'échange. En l'espèce, la SGS a adressé son ordre du jour à tous les actionnaires, soit par poste, soit en le publiant dans la Feuille officielle suisse du commerce et dans divers journaux. Elle a ainsi d'abord fait connaître ses intentions, puis traité la question de l'offre d'échange publiquement au cours de l'assemblée générale. L'introduction de la nouvelle clause statutaire concernant l'offre d'échange a également été publiée dans la Feuille officielle suisse du commerce. Son offre d'échange a, de plus, été

largement répercutée par la presse. Il n'y a donc aucune raison d'admettre que l'offre d'échange de la SGS n'ait pas été publique au sens des dispositions de la législation boursière lesquelles requièrent justement de telles publications (art. 7–8, 18, 43 et 46 OOPA).

Ainsi, il est constaté que l'offre d'échange facultatif d'actions nominatives en actions au porteur de la SGS est une offre publique d'acquisition au sens de l'art. 2 let. e LBVM. Les dispositions de la LBVM concernant les offres publiques d'acquisition sont donc applicables.

3.– La loi sur les bourses est une loi ouverte et flexible. Elle permet de trouver des solutions adéquates, adaptées aux cas pratiques en prévoyant la possibilité d'accorder des allègements, des dérogations et également des libérations de l'application de certaines dispositions. Cette flexibilité reflète aussi le souci de tenir compte du principe de la proportionnalité. En ce qui concerne les offres publiques d'acquisition, l'art. 4 OOPA prévoit expressément que des dérogations peuvent être accordées lorsque des intérêts prépondérants le justifient. Dans la décision de la CFB du 4 mars 1998, la Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques a statué, en tenant compte des particularités de la législation boursière mentionnées ci-dessus, que la COPA pouvait exonérer l'offrant du respect des dispositions sur les OPA, en tout ou en partie, lorsque l'égalité de traitement, la transparence, la loyauté et la bonne foi étaient néanmoins assurées et qu'il n'existait pas d'indice de violation de la loi sur les bourses ou d'autres règles. En traitant l'offre d'échange de la SGS, la COPA a respecté la décision de la CFB du 4 mars 1998.

En ce qui concerne la transparence, l'annonce mensuelle à la Bourse suisse prévue, portant sur les échanges intervenus au cours du mois écoulé, peut être considérée comme suffisante pour assurer la transparence nécessaire pour les actionnaires au cours du déroulement de l'offre. L'égalité de traitement des actionnaires est également garantie, car tous les actionnaires nominatifs sont traités de la même manière. Quant à la loyauté, il faut remarquer que la SGS en présentant son offre d'échange n'a pas fait ressortir expressément le changement de l'état des droits de vote de l'actionnaire. Il est cependant clair que cette offre implique des changements considé-

rables de la situation des actionnaires. La formulation de la clause statutaire contient cependant une indication précise sur les modalités de l'échange en stipulant que cinq actions nominatives peuvent être échangées contre une action au porteur. L'annonce mensuelle faite à la Bourse suisse donne aussi une certaine sécurité aux actionnaires qui peuvent juger de leur position mensuellement. Ainsi le critère de la loyauté est respecté. Finalement le critère de la bonne foi est également respecté. Il n'y a également pas lieu de constater des indices de violation de la loi sur les bourses ou d'autres règles. Comme les critères fixés sous la Décision CFB du 4 mars 1998 sont remplis, une libération de l'offre d'échange de la SGS de l'application des règles des OPA est justifiée.

4.- La SGS fait ensuite remarquer que l'option des actionnaires d'échanger leurs actions doit être permanente et inconditionnelle. Imposer des conditions, telle une limitation dans le temps, créerait une incertitude juridique inacceptable. Elle propose donc subsidiairement, au cas où son offre d'échange devait être qualifiée d'offre publique d'acquisition au sens de la LBVM, comme constaté ci-dessus, de l'exempter de manière définitive et non pas pour un délai de trois ans de l'application des règles sur les OPA.

Selon l'art. 14 al. 4 OOPA, une offre peut être ouverte au maximum pendant 40 jours de bourse; le délai de trois ans accordé est donc une exemption à l'art. 14 al. 4 OOPA. De même, l'assemblée générale de la SGS peut, dans le cas présent, décider en tout temps de révoquer ou de modifier cette clause statutaire. Il existe également une incertitude sur les effets possible de l'échange. Il faut aussi remarquer que le droit de la société anonyme prévoit des délais courts allant au maximum à deux ans en ce qui concerne les questions concernant des changements de la structure du capital (p. ex. art. 651 al. 1 CO). Au vu des annonces mensuelles que la SGS va faire à la Bourse suisse sur les changements de son capital, une certaine information du marché est assurée; cependant, le Registre du commerce ne sera pas adapté à la fin de chaque mois. Une limitation dans le temps est donc absolument nécessaire pour assurer la clarté quant à la structure du capital-actions de la SGS.

La COPA en a fixé la durée à trois ans, jusqu'au 22 juin 2001. Même un délai plus court pourrait être pris en considération. Etant

donné que la Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques estime qu'il est dans le pouvoir d'appréciation de la COPA de fixer la durée de la limitation accordée et qu'elle ne tient pas à intervenir si cela n'est pas indispensable, elle considère que le délai fixé à trois ans par la COPA est acceptable.

Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 30. September 1999 i. S. LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton und TAG Heuer International SA

Art. 22 Abs. 1 BEHG, Unterstellung einer in der Schweiz kotierten luxemburgischen Gesellschaft unter das Börsengesetz; Anwendung der schweizerischen Übernahmeregelung.

- 1. Eine in der Schweiz kotierte Gesellschaft mit Registersitz im Ausland, die faktisch ausschliesslich in der Schweiz und von der Schweiz aus geleitet wird, deren operative Tätigkeit vornehmlich in und von der Schweiz aus abgewickelt wird und die die wesentlichen Entscheide in der Schweiz fällt, untersteht dem Börsengesetz (E. 2).*
- 2. Anstelle der rechtlichen Konstruktion ist vielmehr auf die tatsächliche Geschäftstätigkeit abzustellen. Im Finanzmarktaufsichtsrecht ist die örtliche Anknüpfung bzw. der Ort des effektiven Sitzes entscheidend (E. 3).*
- 3. Im Falle eines Übernahmeangebotes sind die Übernahmeregeln des Börsengesetzes anwendbar; Veröffentlichung und Abwicklung des Angebotes haben unter Beachtung der börsenrechtlichen Vorschriften über die öffentlichen Kaufangebote zu erfolgen (E. 4).*

Art. 22 al. 1 LBVM, assujettissement à la loi sur les bourses d'une société luxembourgeoise cotée en Suisse; application de la réglementation suisse en matière de prises de participation.

- 1. Une société cotée en Suisse mais domiciliée à l'étranger, qui est en fait dirigée exclusivement en Suisse ou à partir de la Suisse, dont l'activité opérationnelle se déroule principalement en Suisse ou à partir de la Suisse, et dont les décisions principales sont prises en Suisse, est assujettie à la loi sur les bourses (c. 2).*
- 2. Ce n'est pas la construction juridique mais l'activité effective qui est déterminante. Le droit de la surveillance des marchés considère le rattachement local et le lieu du siège effectif comme déterminants (c. 3).*

3. *En présence d'une offre d'acquisition, les règles de la loi sur les bourses sur les prises de participation sont applicables; la publication et le déroulement de l'offre doivent avoir lieu en respectant les dispositions de la loi sur les bourses en matière d'offres publiques d'acquisition (c. 4).*

Art. 22 cpv. 1 LBVM, assoggettamento alla legge sulle borse di una società lussemburghese quotata in Svizzera; applicazione della legislazione svizzera in materia di acquisti di partecipazioni.

1. *Una società quotata in Svizzera ma domiciliata all'estero, che è effettivamente diretta esclusivamente in Svizzera o dalla Svizzera, la cui attività operativa si svolge per la maggior parte in Svizzera o dalla Svizzera, e le cui decisioni più importanti sono prese in Svizzera, è sottomessa alla legge sulle borse (c. 2).*

2. *È determinante l'attività effettiva e non la costruzione giuridica. Il diritto della vigilanza sui mercati considera come determinante l'ubicazione e il luogo della sede effettiva (c. 3).*

3. *In presenza di un'offerta di acquisto sono applicabili le regole sugli acquisti di partecipazioni della legge sulle borse; la pubblicazione e lo svolgimento dell'offerta devono aver luogo nel rispetto delle disposizioni della legge sulle borse in materia di offerte pubbliche di acquisto (c. 4).*

Sachverhalt (Auszug):

Die TAG Heuer International SA ist eine nach luxemburgischem Recht inkorporierte Gesellschaft mit Sitz in Luxemburg. TAG Heuer International SA ist an der Schweizer Börse kotiert. TAG Heuer International SA ist durch ihre 100%ige Tochtergesellschaft TAG Heuer SA mit Sitz in Marin ein führender Designer, Produzent und Händler von hochwertigen Schweizer Sportuhren und Chronographen, die unter dem Markennamen «TAG Heuer» verkauft werden.

Am 21. September 1999 erliess die Übernahmekommission im Rahmen des Übernahmeangebotes der LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton eine Empfehlung, in der sie feststellte, dass aufgrund des ausländischen Sitzes der TAG Heuer International SA die schweize-

rischen Übernahmeregeln nicht anwendbar seien. Zudem hatte die Anbieterin auf die Einreichung eines Gesuchs um eine freiwillige Unterstellung verzichtet.

Die EBK erhielt die Empfehlung der Übernahmekommission gemäss Art. 35 Abs. 2 BEHV-EBK und Art. 16 Abs. 1 R-UEK am 23. September 1999 mitgeteilt. Die Übernahmekammer der EBK verfügte am 30. September 1999, dass sie in der Sache selber entscheide und dass die Empfehlung der Übernahmekommission vom 21. September 1999 durch folgende Regelung ersetzt werde: Das Übernahmeangebot der LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton untersteht dem Börsengesetz und die Veröffentlichung und Abwicklung des Angebotes haben unter Beachtung der börsenrechtlichen Vorschriften über die öffentlichen Kaufangebote zu erfolgen.

Aus den Erwägungen:

1.– a) Die Übernahmekommission (UEK) ist gemäss Art. 23 Abs. 3 BEHG zuständig, die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote im Einzelfall zu überprüfen. Sie erlässt gegenüber den Beteiligten Empfehlungen.

b) Die EBK erlässt eine Verfügung, wenn sie selber in der Sache entscheiden will (Art. 35 Abs. 3 Bst. a BEHV-EBK). Sie kann die Empfehlung der UEK stützen, diese ganz oder teilweise aufheben oder einen Entscheid ändern Inhalts fällen.

c) Will die EBK gemäss Art. 35 Abs. 4 BEHV-EBK selber in einer Sache entscheiden, hat sie dies innert einer Frist von fünf Börsentagen zu erklären. Die EBK erhielt die Empfehlung der Übernahmekommission am 23. September 1999 zugestellt, womit die besagte Frist mit der Eröffnung der Verfügung am 30. September 1999 eingehalten wurde.

2.– Es stellt sich die Frage, ob das Kaufangebot der LVMH für die TAG Heuer International SA in sachlicher und örtlicher Hinsicht den schweizerischen börsenrechtlichen Vorschriften untersteht.

a) Das Börsengesetz regelt in seinem 5. Abschnitt die öffentlichen Kaufangebote (Art. 22–33 BEHG). Dabei legt Art. 22 Abs. 1 BEHG fest, dass diese Übernahmestimmungen für Beteiligungen an

schweizerischen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind (Zielgesellschaften), gelten.

b) Das hier zu prüfende Übernahmeangebot betrifft als Parteien neben der LVMH als Anbieterin die TAG Heuer International SA. Deren Namenaktien, auf die sich das Angebot bezieht, sind an der Schweizer Börse kotiert. Die eine Bedingung der mindestens teilweisen Kotierung an einer Börse in der Schweiz, um als Zielgesellschaft im Sinne von Art. 22 Abs. 1 BEHG zu qualifizieren, ist somit erfüllt.

c) Gemäss der zweiten Bedingung, die für Gesellschaften kumulativ erfüllt sein muss, um den schweizerischen Übernahmeregeln als Zielgesellschaften zu unterstehen, muss es sich um schweizerische Gesellschaften handeln. Die TAG Heuer International SA, Luxemburg, ist zwar eine in Luxemburg inkorporierte Gesellschaft. In casu belegen nun aber eine Vielzahl von Tatsachen, dass die TAG Heuer International SA, Luxemburg, von der Schweiz aus geleitet wird und den grössten Teil ihrer Aktivitäten in der Schweiz oder von der Schweiz aus über ihre Tochter, die TAG Heuer SA, in Marin-Epagnier, Neuchâtel, ausübt.

aa) Aufgrund der der EBK zur Verfügung stehenden Informationen und Unterlagen liegt die tatsächliche operative Verwaltung der TAG Heuer International SA bei der TAG Heuer SA in Marin. Die wesentlichen Entscheide werden in Marin gefällt.

bb) Die Geschichte von TAG Heuer weist auf die Entwicklung eines ausgeprägt schweizerischen Unternehmens hin. Im Jahre 1860 in St-Imier gegründet, verlegte TAG Heuer erst vor wenigen Jahren infolge einer Restrukturierung – steuerliche Gründe dürften dafür massgebend gewesen sein – ihren Registersitz nach Luxemburg. Die luxemburgische Gesellschaft verfolgt denn auch keine operativen Tätigkeiten: «TAG Heuer International SA is a holding company with no business operations of its own» (vgl. Kotierungsprospekt vom 26. 9. 1996, S. 19).

cc) Die TAG Heuer hat sich aber immer als schweizerische Gesellschaft betrachtet. Dies belegt ihre laufende Geschäftskorrespondenz; als Domizil erscheint auf ihrem Briefkopf selbst für TAG Heuer International SA Marin und nicht etwa Luxemburg. Auch in Bezug auf

das vorliegende Kaufangebot ist festzustellen, dass die gesamte Korrespondenz nicht der TAG Heuer International SA in Luxemburg, sondern der TAG Heuer International SA, Marin, direkt zugestellt wird.

dd) Die von der TAG Heuer hergestellten Uhren werden in der ganzen Welt als schweizerische Qualitätsuhren angepriesen und sind als solche bekannt. Es ist offensichtlich, dass die Gesellschaft mit ihrer Marke «TAG Heuer» Wert darauf legt, sich auf den ausgezeichneten internationalen Ruf der Schweizer Uhren berufen zu können. Beispielfhaft erwähnt sei die Internet-Homepage von TAG Heuer (www.tagheuer.com), die bereits auf ihrer ersten Seite auf das Label «Swiss made» hinweist. Mit Blick auf eine Vielzahl weiterer Werbeunterlagen ist zu schliessen, dass TAG Heuer bewusst und werbewirksam beabsichtigt, als schweizerische Gesellschaft in Erscheinung zu treten.

ee) Die Wahrnehmung von TAG Heuer als schweizerische Gesellschaft wird zudem durch die Medienberichterstattung belegt. Mit grösster Konstanz wird in Presseartikeln – auch in der sich vornehmlich an interessierte Marktteilnehmer richtenden Wirtschaftsfachpresse – von der schweizerischen TAG Heuer berichtet. Abgangsort der Pressemitteilungen ist denn auch immer Marin.

ff) Die Denominierung der Buchführung der TAG Heuer International SA erfolgt ausschliesslich in Schweizer Franken. Ihr Gesellschaftskapital lautet auch auf Schweizer Franken; der Nominalwert der Aktien beträgt CHF 10.–.

gg) Als Kontaktpersonen sowohl gegenüber Behörden und Anwälten als auch gegenüber der Presse werden Personen angegeben, die in der Schweiz domiziliert sind und sowohl im Namen der TAG Heuer International SA, Luxemburg, als auch der TAG Heuer SA, Marin, fungieren. Insbesondere ist Christian Viros, mit Domizil in der Schweiz, Mitglied des Verwaltungsrates der beiden Gesellschaften und Chief Executive Officer der TAG Heuer SA. Auch die gesamte Direktion ist in der Schweiz domiziliert und handelt – offenbar in Personalunion – sowohl im Namen der TAG Heuer SA als auch der TAG Heuer International SA. Die Verwaltungsräte beider Gesellschaften sind mehrheitlich gleichermaßen Schweizer mit Domizil in der Schweiz.

hh) Schliesslich ist festzustellen, dass das unternehmerische Risiko von TAG Heuer vornehmlich in der Schweiz und nicht in Luxemburg

liegt. Die TAG Heuer SA in Marin vereinigt auf sich alle wesentlichen Funktionen. Unter dem Titel «Business operations» wird sowohl im Kotierungsprospekt vom 26. September 1996 (S. F-10) als auch im Jahresbericht 1997 (S. 49) festgehalten: «TAG Heuer International SA through its wholly owned subsidiary TAG Heuer SA is principally engaged in the manufacturing and marketing of watches for retail sale. Products are manufactured in Switzerland and are sold worldwide through independent distributors and directly to retailers». Ebenso wird in Publikationen wie im Internet oder mit Pressemitteilungen unmissverständlich hervorgehoben: «TAG Heuer International SA, through its wholly owned Swiss subsidiary, TAG Heuer SA, is a leading designer, producer and marketer of prestigious Swiss sports watches and chronographs which are sold under one of the world's most recognized watch brands». In anderen Ländern, aber nicht in Luxemburg, verfügt die Gruppe TAG Heuer einzig über einzelne Verteilergesellschaften sowie über zwei kleinere Produktionsstätten in Frankreich.

Aufgrund dieser Feststellungen ist belegt, dass die TAG Heuer nicht von Luxemburg, sondern ausschliesslich in der Schweiz und von der Schweiz aus geleitet wird und tätig ist.

3.– Gestützt auf diese Feststellungen gilt es zu prüfen, ob TAG Heuer International SA eine ausländische Gesellschaft ist oder ob sie nicht vielmehr als schweizerische Gesellschaft im Sinne von Art. 22 Abs. 1 BEHG zu gelten hat.

a) Eine Anknüpfung an die im Internationalen Privatrecht geltende Inkorporationstheorie (Art. 154 IPRG) wäre im vorliegenden Fall eine zu enge Sichtweise. Die Kriterien des Internationalen Privatrechts, die dazu dienen, die Zuständigkeit für Streitigkeiten und das auf das Unternehmen anwendbare Recht zu bestimmen, sind für das Aufsichtsrecht höchstens indirekt von Bedeutung.

b) Ungeachtet der Tatsache, dass Art. 22 Abs. 1 BEHG nicht explizit den Sitz einer Zielgesellschaft in der Schweiz verlangt (sie hat nach dem Gesetzeswortlaut bloss «schweizerisch» zu sein), ist daher zu prüfen, ob anstelle der rechtlichen Konstruktion als massgebendes Kriterium nicht vielmehr auf die tatsächliche Geschäftstätigkeit bzw. den effektiven Sitz abzustellen ist.

aa) Das schweizerische Bankenaufsichtsrecht kennt seit langem die inzwischen gängige Praxis, die örtliche Anknüpfung als relevantes Kriterium für die Unterstellung unter das Bankengesetz heranzuziehen. Das Bundesgericht hat bereits im Texon-Fall (BGE 105 Ib E. 10. d) Kriterien für die Annahme einer Verwaltungstätigkeit in der Schweiz – ausschliessliche Verwaltung in der Schweiz; schweizerische(r) Nationalität/Wohnort der Mehrheit der Verwaltungsräte, Abwicklung der Geschäftstätigkeit in enger räumlicher Beziehung zur Schweiz, Führung der Buchhaltung in der Schweiz – entwickelt (vgl. auch Bulletin der EBK Nr. 29 i.S. Fidenas AG, Zürich, S. 17 ff.). Unternehmen, die im Ausland ihren statutarischen oder gesellschaftsvertraglichen Sitz haben, unterstehen demnach dem Bankengesetz, wenn die Willensbildung organisiert und regelmässig in der Schweiz erfolgt (vgl. auch Bodmer/Kleiner/Lutz, Kommentar zum schweizerischen Bankengesetz, N 6 f. zu Art. 1). Das Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht vom 18. Dezember 1987 (SR 291) hat diese Betrachtungsweise weder verdrängt noch geändert; es regelt privatrechtliche Fragen, während vorliegend finanzmarkt- und insbesondere aufsichtsrechtliche Fragen im Vordergrund stehen.

bb) Unter dem schweizerischen Börsenaufsichtsrecht wurde diese Praxis in Bezug auf die Beurteilung der Tätigkeit ausländischer Effekthändler in der Schweiz übernommen und ausgebaut (vgl. z.B. Bulletin der EBK Nr. 37 i.S. SFH Trading & Brokerage Ltd., Bermuda, S. 27 ff.). So wurde im Fall SFH Trading & Brokerage Ltd. (in zwar anderem Zusammenhang – es ging um eine unerlaubte, hauptsächlich in der Schweiz stattfindende Effekthändlertätigkeit durch eine ausländische Gesellschaft) festgestellt, dass eine ausländische Gesellschaft, die faktisch in der Schweiz oder von der Schweiz aus als Effekthändler tätig ist, dem Börsengesetz untersteht.

cc) Es ist nur sachlogisch und konsequent, diese Praxis weiterzuentwickeln und auch auf das Übernahmerecht zu übertragen. Wie vorstehend festgestellt (vgl. Erw. 2.c), kann kein Zweifel bestehen, dass das Entscheidungszentrum und die tatsächliche Geschäftstätigkeit, d.h. der effektive Sitz der TAG Heuer International SA, in Marin/Schweiz liegt. Anstelle des Gläubigerschutzes, den das Bankengesetz in erster Linie bezweckt, hat das Börsenaufsichtsrecht den primären Zweck, den Anleger zu schützen und die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte zu gewährleisten.

c) TAG Heuer International SA ist in der Schweiz kotiert, nicht aber in Luxemburg. Im Übernahmebereich kennt das luxemburgische Recht nur einzelne Bestimmungen und verfügt über kein eigentliches Übernahmerecht (das vorliegend mangels Kotierung in Luxemburg sowieso nicht anwendbar wäre). Das Angebot ist an die Aktionäre – gemäss der Aktionärsstruktur befindet sich ein wesentlicher Teil der Aktien im Publikum – der in der Schweiz kotierten Namenaktien der TAG Heuer International SA gerichtet. Somit können Verletzungen des schweizerischen Übernahmerechts nicht ausgeschlossen werden, kämen die Übernahmeregeln nicht zur Anwendung. Zudem gilt es, für die Zukunft allfälligen Missbräuchen mittels Sitzverlegung ins Ausland zuvorzukommen. Dem Schutzgedanken des Börsengesetzes gemäss seinem Zweckartikel (Art. 1 BEHG) ist weitest möglich Nachachtung zu verschaffen.

d) Gemäss Art. 35 Abs. 1 BEHG trifft die EBK die zum Vollzug des Gesetzes notwendigen Verfügungen und überwacht die Einhaltung der gesetzlichen und reglementarischen Vorschriften. Im Rahmen ihrer Verfügungskompetenz besitzt sie einen Ermessensspielraum in der Wahl der Massnahmen, die sie für angemessen erachtet, um den Zweck des Börsengesetzes zu erreichen. In der Wahl der geeigneten Massnahmen muss die Eidg. Bankenkommission das Verhältnis-mässigkeitsprinzip wahren und die Massnahmen treffen, die am wenigsten in die Rechte der Betroffenen eingreifen, ihren Zweck jedoch trotzdem erreichen.

Gemäss Art. 1 BEHG regelt das Börsengesetz die Voraussetzungen unter anderem für den gewerbsmässigen Handel mit Effekten, um für den Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherzustellen. Dies gilt auch für die Regelung der öffentlichen Kaufangebote und ist für deren Durchführung und Überwachung relevant, indem Interessen offenzulegen sind und der Gefahr von Missbräuchen entgegenzuwirken ist (vgl. Nobel, Finanzmarktrecht, S. 18 ff.). Im Vordergrund steht dabei die Gleichbehandlung der Aktionäre bzw. insbesondere der Schutz der Minderheitsaktionäre (vgl. dazu Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, Ziff. 164).

Die Anwendung und Einhaltung der Übernahmevorschriften des Börsengesetzes auf das öffentliche Kaufangebot der LVMH für alle

sich im Publikum befindenden Namenaktien der TAG Heuer International SA ermöglicht die Durchsetzung dieser Ziele und ist eine angemessene Massnahme, den vorgegebenen Zweck zu erreichen.

4.– Die TAG Heuer International SA ist somit als schweizerische Gesellschaft im Sinne von Art. 22 Abs. 1 BEHG zu bezeichnen. Es bleibt festzustellen, dass die für die Qualifizierung als Zielgesellschaft gesetzlich vorgegebenen Kriterien für die TAG Heuer International SA erfüllt sind, dass somit das Übernahmeangebot der LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton, Paris, für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der TAG Heuer International SA, Luxemburg, zwingend dem Börsengesetz untersteht. Die Veröffentlichung und die Abwicklung des Übernahmeangebotes haben somit unter Beachtung der börsenrechtlichen Vorschriften über die öffentlichen Kaufangebote zu erfolgen.

Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 7. Oktober 1999 i. S. Alusuisse Lonza Group AG und Viag AG

Art. 23 Abs. 5 BEHG, Art. 57, Art. 58 und Art. 62 UEV-UEK, Erhebung von Gebühren durch die Übernahmekommission.

1. Die Übernahmekommission ist eine öffentlich-rechtliche Behörde bzw. Kommission, die gestützt auf die börsengesetzlichen Bestimmungen finanziell selbsttragend ist. Art. 23 Abs. 5 BEHG kann nicht dahingehend ausgelegt werden, dass die Börsen die Kosten der Übernahmekommission tragen. Ausserdem wird zur Bestimmung des Kostenträgers nicht nach fixen und variablen Kosten unterschieden (E. 2. b).

2. Die Gesuchsteller qualifizieren sich als Anbieter- und Zielgesellschaften im börsengesetzlichen Sinne und sind somit gebührenpflichtig (E. 3. a).

3. Für die Unterbreitung eines Angebotes und die Erteilung von Auskünften kann die Übernahmekommission eine Gebühr erheben. Die Veröffentlichung und das Zustandekommen des Angebotes sind dafür nicht entscheidend (E. 3. b).

4. Die Gebühren haben grundsätzlich das Kostendeckungs- und das aus dem Grundsatz der Verhältnismässigkeit folgende Äquivalenzprinzip zu beachten (E. 4).

Art. 23 al. 5 LBVM, art. 57, art. 58 et art. 62 OOPA, perception d'un émoulement par la Commission des OPA.

1. La Commission des OPA est une autorité (commission) de droit public qui, en application des dispositions de la législation boursière, prend en charge ses propres coûts. L'art. 23 al. 5 LBVM ne peut pas être interprété dans le sens que les bourses devraient supporter les coûts de la Commission des OPA. Il n'est pas fait de distinction entre les coûts fixes et variables pour déterminer qui doit supporter les frais (c. 2. b).

2. Les requérantes doivent être qualifiées de société offrante et de société visée au sens de la loi sur les bourses. Elles sont donc débitrices de l'émoulement (c. 3. a).

3. *La Commission des OPA peut percevoir un émoulement pour la soumission d'une offre et les informations données. La publication et la réalisation de l'offre ne sont pas déterminantes à cet égard (c. 3. b).*
4. *Les émoulements doivent en règle générale respecter le principe de la couverture des frais ainsi que celui de l'équivalence qui découle du principe de la proportionnalité (c. 4).*

Art. 23 cpv. 5 LBVM, art. 57, 58 e 62 O-COPA, prelevamento di una tassa da parte della Commissione delle offerte pubbliche di acquisto

1. *La Commissione delle OPA è un'autorità (commissione) di diritto pubblico che, in applicazione delle disposizioni della legislazione borsistica, assume i propri costi. L'art. 23 cpv. 5 LBVM non può essere interpretato nel senso che le borse devono sostenere i costi della Commissione delle OPA. Non bisogna distinguere tra costi fissi e variabili per determinare chi deve assumere i costi (c. 2. b).*
2. *Le istanti devono essere qualificate di società offerente e di società mirata ai sensi della legge sulle borse. Esse sono quindi debentrici della tassa (c. 3. a).*
3. *La Commissione delle OPA può prelevare una tassa per la sottomissione di un'offerta e le informazioni date. La pubblicazione e la realizzazione dell'offerta non sono determinanti (c. 3. b).*
4. *Le tasse devono in generale rispettare il principio della copertura dei costi e quello dell'equivalenza che deriva dal principio della proporzionalità (c. 4).*

Auszug aus dem Sachverhalt:

Die Alusuisse Lonza Group AG (Algroup) als börsenkotierte Gesellschaft und die Viag AG gelangten im Oktober 1998 zwecks Vorabklärung verschiedener grundsätzlicher Fragen an die Kommission für öffentliche Kaufangebote (Übernahmekommission). Nach der Ankündigung der Transaktion bildete die Übernahmekommission einen Ausschuss, um das Projekt zu prüfen. Der Ausschuss behandelte verschiedene Aspekte der Transaktion bis am 29. März 1999. Zu diesem Zeitpunkt gaben die Algroup und die Viag bekannt, dass sie darauf verzichten, die angekündigte Transaktion durchzuführen.

Am 20. Mai 1999 erliess die Übernahmekommission zuhanden der Algroup und der Viag eine Empfehlung, in der sie die beiden Gesellschaften verpflichtete, solidarisch eine Gebühr zu entrichten, die sie auf CHF 50 000.– festlegte.

Beide Gesellschaften gelangten zur EBK mit dem Antrag, die Gebühr auf CHF 25 000.– festzusetzen. Die Übernahmekammer der EBK schützte die von der Übernahmekommission festgelegte Gebühr.

Auszug aus den Erwägungen:

1.– d) Art. 23 Abs. 5 BEHG und Art. 62 UEV-UEK regeln die Gebühren, welche von der Übernahmekommission bei der Unterbreitung von Angeboten und bei der Erteilung von Auskünften erhoben werden können. Danach finden diese Bestimmungen bei der Prüfung von öffentlichen Kaufangeboten sowohl auf die Anbieter als auch auf die Zielgesellschaften und bei der Erteilung von Auskünften auf die interessierten Parteien Anwendung.

2.– b) Entgegen der Behauptung der Gesuchstellerinnen unterscheidet das Börsengesetz nicht danach, ob es sich um fixe oder variable Kosten handeln muss, um zu bestimmen, wer die Kosten trägt. Es handelt sich bei der Übernahmekommission um eine öffentlich-rechtliche Kommission bzw. Behörde (vgl. Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, 1999, BEHG – Tschäni/Oertle, Art. 23 N 2; M. Senn, Die Übernahmekommission nach dem Börsengesetz: Entstehung – Rechtsnatur – Organisation – Ausblick, in: Aktuelle Juristische Praxis 9/1997, S. 1179 f.), dies im Gegensatz zur vorherigen privatrechtlichen Kommission für Regulierungsfragen der Schweizer Börse. Die Kosten öffentlich-rechtlicher Kommissionen werden entweder vom Bund getragen, oder diese Kommissionen sind weitgehend selbsttragend. Auch wäre es aufgrund der Verhältnismässigkeit im konkreten Fall kaum tolerierbar, Art. 23 Abs. 5 erster Satz BEHG dahingehend auszulegen, dass den Börsen als privatrechtliche Gemeinschaftsorganisationen der Effektenhändler die gesamten Kosten dieser Behörde aufzubürden seien. Die Börsen würden deren Kosten wiederum den Effektenhändlern überwälzen, die von konkreten Kaufangeboten gar nicht betroffen sind. Dies wird

vom Rechtsvertreter der Gesuchstellerinnen nicht bestritten, indem er in seiner Stellungnahme vom 16. Juli 1999 festhält: «Unabhängig von der Rechtsnatur der Übernahmekommission gelten für ihre Gebührenordnung und die einzelfallweise Erhebung einer Gebühr (im Sinne einer Verwaltungsgebühr) im Rahmen eines Übernahmevorganges die allgemeinen Grundsätze des öffentlichen Rechts bezüglich Kausalabgaben.» Zudem wollte der Gesetzgeber mit der Schaffung der Übernahmekommission ausdrücklich eine unabhängige Kommission einsetzen (vgl. Amtliches Bulletin Nationalrat, 1994, 1069–1070); dies kann nur unter Einschluss der finanziellen Unabhängigkeit gewährleistet und nur dadurch erreicht werden, dass die von der Übernahmekommission erhobenen Gebühren ihre Kosten decken. Dementsprechend ist Art. 23 Abs. 5 BEHG in dem Sinne zu verstehen, dass die Börsen nur ein allfälliges Defizit übernehmen sollen. Sie können aber nicht verpflichtet werden, die Kosten der Übernahmekommission grundsätzlich zu tragen. In Praxis leistet die Schweizer Börse jährlich einen Vorschuss zuhanden der Übernahmekommission aufgrund des von ihr erstellten Budgets (Art. 8 R-UEK); nach Ablauf eines Geschäftsjahres erfolgt die Abgeltung der Schweizer Börse aufgrund der erzielten Einnahmen. Im Übrigen ist festzuhalten, dass auch die frühere Regulierungskommission der Schweizer Börse entsprechende Gebühren bei der Unterbreitung der Angebote erhob; dabei wurde auch nicht nach fixen und variablen Kosten unterschieden.

3.– Der Rechtsvertreter der Gesuchstellerinnen hebt hervor, dass das Börsengesetz nur die Anbieter und Zielgesellschaften als Gebührenpflichtige nennt. Gesuchsteller seien keine Adressaten, und eine Gebühr könne nur bei tatsächlicher Veröffentlichung eines Angebotes erhoben werden. Diesen Behauptungen kann nicht gefolgt werden.

a) Die Erwähnung der Anbieter und Zielgesellschaften im Gesetz (Art. 23 Abs. 5 BEHG) dient als Oberbegriff für die Gebührenpflichtigen. Da es sich beim Börsengesetz um ein Rahmengesetz handelt, wurde alsdann in der Verordnung der Kreis der Gebührenpflichtigen näher definiert: Gebührenpflichtig sind demnach die Anbieter (Art. 62 Abs. 1 UEV-UEK), die Zielgesellschaften (Art. 62 Abs. 5 UEV-UEK) und die Personen, die Auskunftersuchen bzw. Gesuche unterbreiten – mit anderen Worten die Gesuchsteller (Art. 62 Abs. 6 UEV-

UEK). Damit wurde der Kreis der Gebührenpflichtigen genügend und klar bestimmt; auch sind die wesentlichen Elemente rechtssatzmässig festgelegt. Das Bundesgericht hat ausserdem die Möglichkeit der genaueren Abgrenzung der Gebühren in einem Rechtssatz niederer Stufe, wie hier in einer Verordnung, als genügende Rechtsgrundlage erachtet und dies im BGE 123 I 248, 253 E 3 f bestätigt. Abgesehen davon ist festzuhalten, dass sowohl die Algroup als auch die Viag, obwohl als Gesuchstellerinnen bezeichnet, auch unzweideutig klar die Rolle eines Anbieters erfüllen, wollten sie doch zwecks Fusion ein Umtauschangebot für ihre eigenen Aktien unterbreiten. Der Einwand des Rechtsvertreters der Algroup und der Viag ist gegenstandslos. Eine andere Betrachtungsweise wäre sophistisch und würde der UEK die Möglichkeit, die Gesuchsteller entsprechend zu behandeln, absprechen.

b) Dass es zur Veröffentlichung eines Angebotes kommen muss, damit Gebühren erhoben werden können, wie dies vom Rechtsvertreter der Gesuchstellerinnen behauptet wird, ist gesetzlich nirgends vorgesehen. Wie vorliegend gerade erwiesen, können auch Vorabklärungen sehr aufwendig sein. Auch dafür muss die Übernahmekommission entschädigt werden können. Ausserdem ist ein Angebot durch einen Abwicklungsprozess gekennzeichnet: Einer langen Vorbereitungsphase folgt oft eine Voranmeldung; das Angebot selbst dauert eine bestimmte Frist, die ihrerseits verlängert werden kann; zudem können konkurrierende Angebote die ursprünglichen Angebote verlängern oder gefährden. Auch können ablehnende Entschiede, zum Beispiel wegen der Nichterfüllung von Bedingungen, das Zustandekommen eines Angebotes verhindern. Es gibt somit viele Möglichkeiten, dass ein Angebot während einer gewissen Zeit als solches behandelt wird, ohne dass je ein Angebot veröffentlicht wird oder tatsächlich zustande kommt. Die Praxis der Übernahmekommission liefert unzählige Beispiele solcher Situationen. Könnte die Übernahmekommission in all diesen Fällen keine Gebühren erheben, so würde sie nur nach Abschluss eines Angebotes, was ohnehin nie ihre Praxis war, Gebühren erheben können. Dies kann nicht der Sinn der Gebührenregelung sein. Wer eine frühzeitige Kontaktnahme und Abklärungen von der Übernahmekommission verlangt, trägt für seine geschäftlichen Vorkehrungen das Risiko, dass er Kosten verursacht. Ausserdem sehen die Art. 57 und 58 UEV-UEK ausdrück-

lich die Möglichkeiten vor, Auskünfte bei der Übernahmekommission einzuholen oder eine vorgängige Unterbreitung vorzunehmen. Somit kann für die Rechtfertigung einer Gebühr nicht entscheidend sein, ob eine Empfehlung einzig im Hinblick auf die Veröffentlichung eines Angebotes erlassen wurde oder nicht.

4.– Die Gebühren haben grundsätzlich das Kostendeckungs- und das aus dem Grundsatz der Verhältnismässigkeit folgende Äquivalenzprinzip zu beachten (vgl. BGE 106 Ia 241, 243 E 3 b; 120 Ia 171, 179 E 5; 123 I 248, 252 E 2 f).

Rapport de la Commission des OPA sur les rachats de titres de participation du 6 octobre 1999

Nous publions ci-après le texte intégral de ce rapport, y compris le résumé des cinq propositions qui y sont contenues. Les annexes du Rapport de la COPA sur les rachats de titres de participation, ainsi que le rapport lui-même, peuvent être consultées sur le site internet de la COPA (www.takeover.ch/buyback-rapport/hauptseite.html).

Les recommandations (www.takeover.ch/transactions/fr-recommendations.html) et les communications (www.takeover.ch/atexts/atexts.html) de la COPA peuvent également être consultées sur ce site.

Bericht der Übernahmekommission über die Rückkäufe von Beteiligungspapieren vom 6. Oktober 1999

Wir veröffentlichen hiernach den vollständigen Text dieses nur auf französisch erstellten Berichts der Übernahmekommission. Die Beilagen des Berichts der UEK über die Rückkäufe von Beteiligungspapieren sind auf der Website der UEK (www.takeover.ch/buyback-rapport/hauptseite.html), abrufbar.

Empfehlungen (www.takeover.ch/transactions/fr-recommendations.html) und Mitteilungen (www.takeover.ch/atexts/atexts.html) der Übernahmekommission können auf der gleichen Website abgerufen werden.

Rapporto della Commissione delle OPA sui riacquisti di titoli di partecipazione del 6 ottobre 1999

Pubblichiamo qui sotto il testo integrale del Rapporto della COPA sui riacquisti di titoli di partecipazioni, incluso il riassunto delle proposte in esso contenute. Gli allegati al Rapporto e il rapporto stesso possono essere consultati sul sito Internet della COPA (www.takeover.ch/buyback-rapport/hauptseite.html).

Le raccomandazioni (www.takeover.ch/transactions/fr-recommendations.html) e le comunicazioni (www.takeover.ch/atexts/atexts.html) della COPA possono anche essere consultate su questo sito.

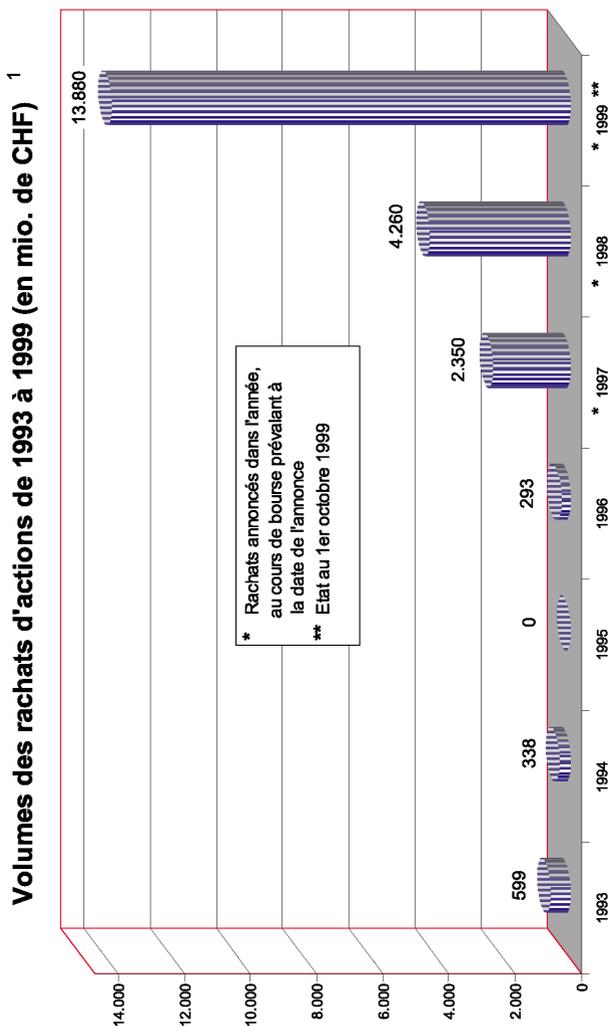
Rapport de la Commission des OPA sur les rachats de titres de participation

du 6 octobre 1999

Sommaire

I. Réglementation actuelle des rachats de titres de participation	48
1. Droit des sociétés	48
2. Régime fiscal	50
3. Réglementation boursière et annonce des participations	51
4. Droit des offres publiques d'acquisition	52
5. Délits d'initiés et manipulation de cours	56
II. Lacunes du régime actuel	57
1. Obligation d'annonce des programmes de rachat réalisés sans création d'une ligne de négoce spéciale	57
2. Traitement insatisfaisant des situations d'asymétrie dans l'information	59
3. Respect du principe d'égalité de traitement en cas de rachats de titres de participation au prix du marché	61
4. Égalité de traitement entre investisseurs privés et institutionnels	76
5. Caractère inapproprié de la procédure d'exonération des programmes qui n'affectent pas le contrôle de l'émetteur	90
III. Modification de la réglementation en vigueur	93
1. Obligation d'annoncer les rachats	93
2. Libération anticipée de certains rachats	93
3. Adaptation de la réglementation des bourses et des organisations analogues	94
Résumé des propositions contenues dans le présent rapport	96
Liste des annexes	99

Le volume des rachats de propres titres de participation s'est considérablement accru en Suisse au cours des dernières années.



¹ **Sources:** W. Thommen, *Aktienrückkauf und Kapitalherabsetzung*, travail de licence Bâle, WWZ-Studie Nr. 55, Bâle, 1998, 5; P. Rüegg, *Die Aktienrückkäufe Schweizer Gesellschaften in den Jahren 1998 und 1999 – Modalitäten und Tendenzen*, travail de licence Bâle (non encore publié); COPA.

Au mois de juin 1998, la Commission fédérale des banques (CFB) a invité la Bourse suisse à étudier l'opportunité d'une réglementation boursière de ces opérations. Donnant suite à cette invitation, la Bourse suisse a demandé à la Commission des OPA (COPA) d'étudier le cadre réglementaire actuel et de proposer des mesures concrètes. Les conclusions de la COPA sont consignées dans le présent rapport.

I. Réglementation actuelle des rachats de titres de participation

1. Droit des sociétés

Le droit de la société anonyme ne réglemente pas les rachats de titres de participation de façon détaillée. Il ne pose que quelques principes généraux à ce sujet.

- L'art. 659 CO interdit aux émetteurs d'acquérir plus de 10% de leur propre capital. Toutefois, il est généralement admis que la violation de cette règle n'entraîne pas la nullité d'un rachat, s'il est financé par des fonds propres librement disponibles. Elle oblige seulement les administrateurs à réparer le dommage pouvant résulter de l'opération².
- L'art. 680 al. 2 CO prohibe le remboursement du capital de l'émetteur à ses actionnaires. Cependant, cette disposition ne vise que le remboursement de l'apport initial et n'interdit pas le rachat d'actions au moyen de fonds propres disponibles³.
- L'art. 717 al. 2 CO oblige le conseil d'administration de l'émetteur à garantir l'égalité de traitement des détenteurs de titres de participation. Cette disposition a plusieurs conséquences en cas de rachat de titres de participation. D'abord, elle oblige le conseil

² A. von Planta, in H. Honsell / N.P. Vogt / R. Watter, *Obligationenrecht II*, Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Bâle, 1994 (cité «BaKom.»), 483 No 11 ad art. 659 CO; P. Forstmoser / A. Meier-Hayoz / P. Nobel, *Schweizerisches Aktienrecht*, Berne, 1996, 667 No 172–174.

³ Cf. Art. 675 al. 2 CO. Voir aussi P. Kurer, BaKom. (note 2), 645–646 No 24 ad art. 680 CO.

d'administration à garantir *l'égalité de traitement des détenteurs d'une même catégorie de titres*. En cas de rachat d'actions, cette exigence se confond avec celle résultant de l'art. 24 al. 2 LBVM, qui impose la même obligation à l'auteur d'une offre publique d'acquisition. Un traitement égal des détenteurs d'une même catégorie de titres ne poserait pas de difficulté si chaque actionnaire pouvait participer au rachat au prorata de sa participation. Toutefois, les règles fiscales dissuadent les actionnaires qui détiennent leurs titres dans leur fortune privée de participer à un éventuel rachat⁴. Il semble peu probable que l'art. 717 al. 2 CO permette au conseil d'administration de réaliser une transaction pouvant conduire en pratique à une discrimination des actionnaires privés au profit des actionnaires institutionnels. Indirectement, cette disposition limite donc le montant de la prime que l'émetteur peut offrir dans le cadre d'un rachat d'actions⁵. L'art. 717 al. 2 CO oblige aussi à garantir *l'égalité de traitement des détenteurs de différentes catégories de titres de participation*. Il n'est pas clair si l'art. 717 al. 2 CO oblige l'émetteur à étendre un rachat éventuel à toutes les catégories de titres⁶. Toutefois, si une offre porte sur plusieurs catégories de titres, il impose que le rapport des prix offerts soit raisonnable⁷.

- De nombreuses autres questions liées aux rachats d'actions ne trouvent pas de réponse claire dans le droit de la société anonyme. Il semble néanmoins douteux que des rachats puissent être conformes au but social de l'émetteur s'ils sont effectués dans le but exclusif d'influencer le cours des titres de ce dernier⁸.

⁴ Voir la section 2 ci-dessous.

⁵ P. Böckli (note 6), 272 No 391 (ii); K. Hofstetter (note 6), 154 n. 119.

⁶ Contre une telle solution, cf. P. Böckli, *Schweizer Aktienrecht*, 2ème éd., Zurich, 1996, 272 No 391 (I); K. Hofstetter, *Erwerb und Wiederveräusserung eigener Aktien*, in von Büren (éd.), *Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz*, Berne, 1998, 135, 152.

⁷ P. Böckli (note 6), 273 No 391 (iii). De ce point de vue également, les exigences du droit des sociétés et celles du droit des OPA se recourent. Voir art. 10 al. 4 OOPA.

⁸ Voir la recommandation *Altin* de la COPA du 12 avril 1999, c. 3.2. Les recommandations de la COPA sont disponibles sur Internet à l'adresse www.takeover.ch.

2. Régime fiscal

Le régime fiscal des rachats de titres de participation joue un rôle important dans la façon dont ces transactions sont réalisées.

Le droit fiscal traite les rachats de titres de participation réalisés en vue d'une réduction de capital comme une *liquidation partielle*. Cette qualification influence l'imposition du prix de rachat chez les actionnaires qui ont disposé de leurs titres. Alors que les gains en capital mobilier sont en principe francs d'impôt pour les actionnaires privés, la part du prix de rachat dépassant la valeur nominale du titre est traitée comme un *revenu imposable* en cas de rachat fait en vue d'annulation («*Nennwertprinzip*»)⁹. Cette particularité fiscale rend les rachats d'actions peu attractifs pour les actionnaires privés. En revanche, elle n'affecte pas les actionnaires institutionnels – c'est-à-dire ceux qui détiennent leurs titres dans leur fortune commerciale – ces derniers étant toujours imposés sur la différence entre la valeur comptable et le produit de réalisation («*Buchwertprinzip*»)¹⁰.

L'assimilation du rachat à une liquidation partielle implique également la perception chez l'émetteur d'un impôt anticipé de 35% sur la différence entre le prix d'acquisition et la valeur nominale libérée du titre¹¹. Cette obligation de retenir l'impôt anticipé a longtemps empêché les émetteurs de racheter des titres en bourse en vue d'annulation. Compte tenu du caractère anonyme de ce marché, la retenue de l'impôt anticipé y était considérée comme problématique¹². Cette difficulté a néanmoins été résolue récemment. Au mois de décembre 1997, la Bourse suisse a ouvert une ligne de négoce spéciale pour le rachat des actions de la Compagnie Suisse de Réassurances¹³. Seule la banque mandatée par cet émetteur était autorisée à introduire des cours offerts sur cette ligne, ce qui permettait

⁹ Circulaire no 5 du 19 août 1999 de l'Administration fédérale des contributions – Réforme 1997 de l'imposition des sociétés – Nouvelle réglementation de l'acquisition des propres droits de participation (cf. Annexe 8 ci-dessous), ch. 4.2.

¹⁰ Circulaire no 5 du 19 août 1999 de l'AFC (note 9), ch. 4.3.

¹¹ Art. 4a LIA.

¹² R. Eichenberger / P.-O. Gehrig, *Erwerb eigener Aktien – Aktien- contra Steuerrecht*, ECS 71 (1997) 469, 473. Voir aussi le ch. 3.6.a de la Circulaire no 5 du 19 août 1999 de l'AFC (note 9).

¹³ Voir la recommandation de la COPA du 17 décembre 1997.

la perception de l'impôt anticipé¹⁴. Ce système de «seconde ligne» a acquis une certaine popularité parmi les émetteurs. Au 1^{er} octobre 1999, dix programmes de rachat avaient été réalisés selon ce modèle, soit un peu moins de deux cinquièmes des vingt-six opérations examinées par la COPA à cette date¹⁵.

Lors de la modification de la LIA du 10 octobre 1997, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1998¹⁶, le législateur fédéral a prolongé de un à six ans la période pendant laquelle un émetteur est autorisé à conserver des titres de participation propres sans que son acquisition soit imposée comme une liquidation partielle¹⁷. Ce délai est prolongé si les titres de participation sont acquis dans le cadre d'engagements découlant d'un emprunt convertible ou à option ou d'un plan de participation du personnel¹⁸. Cet assouplissement de la réglementation fiscale a permis à plusieurs émetteurs de réaliser des rachats d'actions sans déduction de l'impôt anticipé, et sans que la création d'une ligne de négoce spéciale soit donc nécessaire. Depuis le 1^{er} janvier 1998, cinq émetteurs ont annoncé leur intention d'acquérir leurs titres de participation sur la ligne de négoce ordinaire pour un montant total d'environ 7,9 mia¹⁹.

3. Réglementation boursière et annonce des participations

A l'heure actuelle, la Bourse suisse et la Bourse de Berne sont les seules institutions suisses auprès desquelles des titres de participation sont «cotés» au sens de l'art. 2 lit. c LBVM²⁰. Aucune de ces

¹⁴ Voir la Communication no 60/97 de la Bourse suisse, reproduite dans l'Annexe 1 ci-dessous.

¹⁵ Voir ci-dessous la table des cas traités par la COPA.

¹⁶ Modification introduite par la loi fédérale du 10 octobre 1997 sur la réforme 1997 de l'imposition des sociétés, en vigueur depuis le 1er janvier 1998 (RO 1998 669 677; FF 1997 II 1058).

¹⁷ Art. 4a al. 2 LIA.

¹⁸ Art. 4a al. 3 LIA.

¹⁹ Voir les émetteurs mentionnés dans la table reproduite en page 8.

²⁰ Dans sa décision non publiée du 28 avril 1999, la CFB a considéré que la Berner Börsenverein (Bourse de Berne) n'est pas une bourse au sens de l'art. 2 lit. b LBVM, mais une institution analogue au sens des art. 3 al. 4 LBVM et 16 OBVM. Elle estime néanmoins que les titres de participation traités à cette bourse sont «cotés» au sens de l'art. 2 lit. c LBVM.

deux institutions ne soumet les rachats d'actions des émetteurs cotés à des règles particulières. Toutes deux obligent cependant les émetteurs à annoncer les faits susceptibles d'avoir une influence sur le cours de leurs titres²¹.

Il ne semble guère faire de doute que l'annonce d'un rachat d'actions puisse remplir cette dernière condition²². L'assujettissement des rachats aux règles sur la publicité événementielle fait néanmoins l'objet de controverses²³. En pratique, aucun rachat n'a jusqu'ici été annoncé en application de ces règles. Les émetteurs – comme tout actionnaire – doivent néanmoins annoncer le franchissement des seuils de participation énumérés à l'art. 20 LBVM²⁴.

4. Droit des offres publiques d'acquisition

La question de l'assujettissement des offres publiques de rachat de titres de participation aux règles sur les OPA fait l'objet de controverses depuis plusieurs années²⁵. Dans une décision du 4 mars 1998 rendue dans une affaire *Pharma Vision et al.*²⁶, la CFB – confirmant

²¹ Voir l'art. 72 du Règlement de cotation de la **Bourse suisse**. Cette disposition est applicable aux sociétés cotées au marché principal, au segment des sociétés d'investissement (art. 16 du Règlement complémentaire de cotation des sociétés d'investissement) et au SWX New Market (art. 16 al. 1 du Règlement complémentaire de cotation au SWX New Market). Voir aussi l'art. 14 du Kotierungsreglement über die Zulassung von Effekten an der **Telefonischen Börse Bern** (TBB) du 12 février 1999.

²² A titre d'exemple, l'annonce faite le 27 août 1999 de la décision de Novartis AG de racheter jusqu'à 2,5% de son capital a été suivie d'une baisse de 0,9% du cours des actions de cette société. Voir aussi la brochure publiée par l'Instance d'admission, *Publicité événementielle – Devoir de fournir des informations sur des faits susceptibles d'influencer les cours*, Zurich, 1996, 8.

²³ Voir K. Hofstetter (note 6), 154–155; R. von Rosen / L. Helm, *Der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft*, AG 41 (1996) 434, 440.

²⁴ Art. 14 lit. b OBVM-CFB.

²⁵ Voir à ce sujet U. Gasser, *Der Erwerb eigener Aktien – (k)ein Anwendungsfall des Börsengesellschaftsrechts?* PJA 7 (1998) 663, 668–669.

²⁶ Verfügung der Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommission vom 4. März 1998 in Sachen Pharma Vision 2000 AG, Glarus, BK Vision AG, Wilen, Stillhalter Vision AG, Wilen, betreffend öffentliche Angebote zum Rückkauf von eigenen Inhaberaktien. La décision est reproduite dans le Fascicule 36/1998 du Bulletin CFB, 38–51. Elle peut également être consultée sur le site Internet de la COPA (www.takeover.ch).

la position adoptée par la COPA²⁷ – a constaté que les offres publiques de rachat de titres de participation propres sont assujetties aux règles de la loi sur les bourses régissant les offres publiques d'acquisition²⁸. Bien que la LBVM ne le prévoit pas expressément, la CFB a aussi estimé que la COPA pouvait exonérer certains émetteurs de l'application des règles sur les OPA lorsque «l'égalité de traitement, la transparence, la loyauté et la bonne foi sont néanmoins assurées et qu'il n'existe en outre aucun indice de violation de la loi sur les bourses ou d'autres règles légales»²⁹. A la suite de cette décision, la COPA a précisé dans une «Communication no 1» du 22 juin 1998 les conditions auxquelles une telle exonération peut être accordée³⁰.

Dans sa décision *Vision*, la CFB a relevé que l'assujettissement des rachats d'actions n'est pas limité aux offres publiques de rachat proprement dites, mais s'étend aussi aux «programmes de rachat», c'est-à-dire à l'annonce par un émetteur d'une intention de racheter des titres de participation en bourse³¹.

Cet *obiter dictum* de la CFB a eu une influence considérable sur la pratique de la COPA. Jusqu'à la décision *Vision*, elle considérait que les programmes de rachat n'étaient en principe pas des OPA au sens de la loi³². Ces derniers n'étaient assujettis que si les rachats envisagés affectaient le contrôle de l'émetteur³³. La décision *Vision* de la CFB a contraint la COPA à examiner de surcroît si les pro-

²⁷ Recommandation *Pharma Vision et al.* du 17 février 1998.

²⁸ Décision de la CFB du 4 mars 1998 (note 26), c. 2.

²⁹ «Erfüllt die Zielgesellschaft deshalb bei der Publikation ihres Rückkaufangebotes die grundlegenden Anforderungen an Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit und Treu und Glauben auf andere Weise als durch die unmittelbare und umfassende Anwendung der börsengesetzlichen Vorschriften und liegen keine Hinweise auf Umgehungen des Börsengesetzes oder auf Gesetzesverletzungen vor, kann geprüft werden, ob von der Anwendung der Vorschriften über die öffentlichen Kaufangebote ganz oder teilweise abgesehen werden kann.» Décision de la CFB du 4 mars 1998 (note 26), c. 3b. Voir à ce sujet la critique d'U. Gasser (note 25), 674–675.

³⁰ La Communication no 1 du 22 juin 1998 est reproduite dans l'Annexe 2 ci-dessous.

³¹ Décision de la CFB du 4 mars 1998 (note 26), c. 3b.

³² Recommandations *Rück Versicherung* du 17 décembre 1997 et *SMH* du 18 février 1998.

³³ Recommandation *SMH* du 18 février 1998, c. 3.

grammes de rachat envisagés garantissaient «l'égalité de traitement, la transparence, la loyauté et la bonne foi»³⁴. Ce test est plus sévère que celui fondé sur l'absence d'influence sur le contrôle. Ainsi, la COPA a souvent éprouvé des difficultés à s'assurer qu'un programme de rachat garantissait l'égalité de traitement des actionnaires, alors même que la transaction envisagée n'affectait pas le contrôle de l'émetteur. Les expériences faites par la COPA dans ce domaine sont exposées dans la seconde partie de ce rapport³⁵.

Par décision du 5 octobre 1998, la CFB a précisé que l'assujettissement des rachats de titres de participation ne se limite pas aux offres d'*achat* proprement dites, mais concerne aussi les offres d'*échange*³⁶. L'opération par laquelle un émetteur invite ses actionnaires à échanger une catégorie de titres de participation contre une autre est donc soumise aux règles sur les OPA. Seuls les échanges facultatifs sont concernés. Une conversion de titres de participation décidée par l'assemblée générale de l'émetteur est obligatoire pour tous les actionnaires de la société, et ne constitue donc pas une «offre» au sens de la LBVM.

Depuis l'entrée en vigueur de la loi sur les bourses jusqu'au 1^{er} octobre 1999, la COPA a examiné au total 26 rachats ou échanges de titres de participation propres. La liste de ces opérations est reproduite ci-dessous.

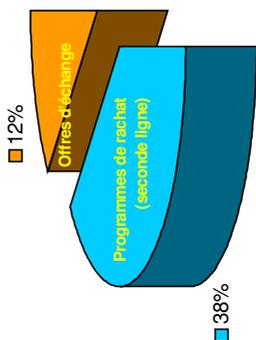
³⁴ Voir la note 29.

³⁵ Pages 9 ss.

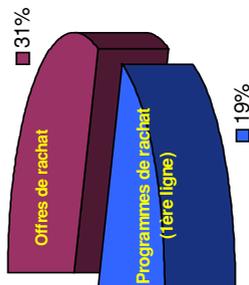
³⁶ Décision non publiée de la Chambre des offres publiques d'acquisition de la CFB du 5 octobre 1998 dans la cause SGS Société Générale de Surveillance Holding SA, Genève, concernant l'échange facultatif d'actions nominatives en actions au porteur.

Rachats de titres de participation traités par la COPA au 1.10.1999

3 { SGS (dès le 28.6.1998)
Züblin Holding AG (12.2.1999 - 19.3.1999)
Adecco SA (3.5.1999 - 1.6.1999)



8 { Pharma Vision 2000 AG (14.2.1998 - 12.3.1998)
Stiilhatler Vision AG (14.2.1998 - 12.3.1998)
BK Vision AG (14.2.1998 - 12.3.1998)
Ems Chemie Holding AG (6.5.1998 - 11.5.1998)
Rieter Holding AG (3.2.1999 - 19.2.1999)
Mövenpick Holding AG (4.3.1999 - 17.3.1999)
Metalwaren Holding AG (28.6.1999 - 9.7.1999)
Crelinvest AG (9.8.1999 - 20.8.1999)



10 { Schweizer Rück (déc. 1998 - juin 1999)
SMH (dès le 23 février 1998)
Julius Bär Holding AG (dès le 20 juillet 1998)
Disetronic Holding AG (17.9.1998 - 30.4.1999)
Schindler Holding AG (14.10.1998 - 31.3.1999)
Jelmoli Holding AG (20.10.1998 - 25.11.1998)
Askilia Holding AG (15.3.1999 - 30.3.1999)
Zellweger Luwa AG (14.4.1999 - assemblée générale 2000)
Schweizer Rück (dès le 9.8.1999)
Alitrn AG (13.9.1999 - assemblée générale 2000)

5 { UBS AG (janv. 1999 - env. fin janv. 2000)
Compagnie Financière Richemont (dès le 25.2.1999)
Alitrn AG (12.4.1999 - assemblée générale 2000)
Novartis AG (annoncé le 27.8.1999)
Alpine Select AG (oct. 1999 - assemblée générale 2001)

5. Délits d'initiés et manipulations de cours

Un rachat des titres de participation constitue la réciproque d'une émission. Il est donc vraisemblable que la décision de réaliser une telle transaction constitue un «fait analogue d'importance comparable» à une émission, au sens de l'art. 161 ch. 3 CP³⁷. Selon une opinion largement admise, les organes de l'émetteur ne violent pas l'art. 161 CP s'ils acquièrent des titres de participation pour le compte de ce dernier avant l'annonce du rachat³⁸. En revanche, les initiés au sens de l'art. 161 ch. 1 sont punissables s'ils exploitent la connaissance du rachat projeté pour leur propre compte avant sa publication³⁹.

Le délit de manipulation de cours⁴⁰, lorsqu'il n'est pas réalisé par la diffusion d'informations trompeuses, suppose en Suisse l'introduction d'ordres d'achats et de ventes réciproques («*wash sales*» ou «*matched orders*»). Cette condition n'est que rarement réalisée en matière de rachat de titres de participation. En principe, l'exécution d'un rachat d'actions ne constitue donc pas une manipulation de cours au sens de l'art. 161^{bis} CP. En outre, certains praticiens font valoir que les émetteurs peuvent avoir un intérêt légitime à «soigner» le cours de leurs titres («*Kurspflege*»)⁴¹. Le Tribunal fédéral a cependant considéré dans deux cas d'entraide judiciaire⁴² que l'auteur de transactions faites dans le but d'influencer le cours d'un titre peut se rendre coupable d'escroquerie⁴³ ou d'atteinte astucieuse aux intérêts pécuniaires d'autrui⁴⁴. L'annonce publique d'un rachat d'actions

³⁷ C. Peter, *Aspekte der Insiderstrafnorm*, Choir / Zürich, 1991, 85.

³⁸ R. Groner, *Aspekte des Insiderstatbestands (Art. 161 StGB)*, in J.-B. Ackermann (éd.), *Strafrecht als Herausforderung – Zur Emeritierung von Professor Niklaus Schmid*, Zürich, 1999, 261, 270; C. Peter (note 37), 85.

³⁹ R. Groner (note 38), 270; C. Peter (note 37), 85.

⁴⁰ Art. 161^{bis} CP.

⁴¹ K. Hofstetter (note 6), 144–145; C. Peter, *Kursmanipulation als Betrug – Urteilsanmerkung zu BGE 122 II 422*, RSDA 69 (1997) 124–125; P. Forstmoser / A. Meier-Hayoz / P. Nobel (note 2), 662–663 No 134; P. Nobel, *Die Regelung des Erwerbs und des Umgangs mit eigenen Aktien im Schweizer Aktienrecht*, AG 41 (1996) 443, 447.

⁴² ATF 122 II 422, 428 c. 3 a bb. ATF non publié du 7 octobre 1996 c. 3 a bb.

⁴³ Art. 146 CP.

⁴⁴ Art. 151 CP.

exclut néanmoins que les investisseurs soient trompés sur l'état du marché lors de sa réalisation⁴⁵. En pratique, les émetteurs annoncent régulièrement leur intention de soutenir le cours de leurs titres⁴⁶.

II. **Lacunes du régime actuel**

La COPA considère que l'application des règles sur les OPA aux rachats d'actions a – de manière générale – conduit à des résultats positifs. L'assujettissement des rachats aux dispositions de la section 5 de la LBVM a fourni un cadre réglementaire minimal à des opérations dont la réalisation aurait sans cela pu conduire à des abus.

Toutefois, les expériences faites depuis l'entrée en vigueur de la LBVM ont également mis en évidence certaines incohérences et certaines lacunes du système réglementaire actuel.

1. Obligation d'annonce des programmes de rachat réalisés sans création d'une ligne de négoce spéciale

Dans le régime actuel, les offres publiques de rachat d'actions ainsi que les annonces publiques d'une intention d'acquérir des titres de participation sur le marché sont assujetties aux règles sur les offres publiques d'acquisition. En revanche, le rachat de titres de participation n'est soumis à aucune règle lorsqu'il n'est pas annoncé. Ce régime suscite une situation paradoxale dans laquelle les émetteurs qui annoncent leur intention de racheter leurs titres sont soumis à des exigences de transparence relativement élevées, alors que les rachats occultes ne sont pas réglementés. La réglementation actuelle privilégie ainsi les formes de rachat les moins transparentes. Une telle situation pourrait avoir des effets pervers, en incitant les émetteurs à racheter leurs titres de façon occulte pour échapper aux contraintes de la réglementation sur les OPA.

⁴⁵ Dans ce sens P. Böckli (note 6), 295 No 430.

⁴⁶ En 1999, les programmes de rachat d'*UBS AG*, de la *Compagnie Financière Richemont*, d'*Altin AG*, de *Novartis AG* et d'*Alpine Select AG* ont été annoncés volontairement, alors que les règles fiscales n'imposaient pas la mise en service d'une ligne de négoce spéciale. Voir les recommandations de la COPA du 17 février (*UBS*), du 25 février (*Richemont*), du 12 avril (*Altin*) et du 30 septembre (*Alpine Select*).

Pour remédier à cette situation insatisfaisante, la COPA propose que les émetteurs soient soumis à une *obligation générale d'annoncer le rachat de leurs titres de participation, d'une part*, et soient *tenus d'informer le marché de façon régulière de l'état d'avancement de leur programme de rachat, d'autre part*. Une telle réglementation permettrait de soumettre l'ensemble des rachats d'actions à un régime uniforme. En outre, elle ne devrait pas avoir de conséquence défavorable pour les émetteurs. En effet:

- Il est devenu fréquent que les émetteurs annoncent spontanément leurs programmes de rachat, même lorsque les règles fiscales ne leur imposent pas la création d'une ligne de négoce spéciale⁴⁷. L'annonce des rachats étant devenue la règle, l'introduction d'une obligation formelle de publier ne devrait pas susciter de charge administrative supplémentaire chez les émetteurs.
- Les rachats de titres de participation d'un émetteur contribuent au processus de formation des cours. S'ils sont effectués de façon occulte, des rachats importants peuvent induire les investisseurs en erreur quant à l'état réel du marché de certains titres. Il importe donc que d'éventuels rachats soient faits de façon transparente. Ainsi, les interventions des émetteurs sur leurs propres titres de participation sont soumises à des règles de transparence strictes dans les principales places financières.

Le **droit européen** oblige indirectement les émetteurs à annoncer leur intention de racheter leurs titres de participation, car il subordonne ces opérations à une autorisation de l'assemblée générale (art. 19 § 1 [a] de la deuxième directive du conseil du 13 décembre 1976 sur le droit des sociétés [77/91/CEE], JO n° L 26/1, 6 du 31. 1. 1977).

En **Grande-Bretagne**, le règlement de cotation du *London Stock Exchange* (chapitre 15, cf. Annexe 4 ci-dessous) impose l'annonce de la décision du conseil de requérir l'autorisation de l'assemblée générale de procéder à des rachats, ainsi que du résultat du vote de l'assemblée générale (ch. 15.3). En outre, chaque acquisition de l'émetteur doit être annoncée au plus tard le matin suivant sa réalisation (ch. 15.9).

En **France**, le Règlement No 98-02 de la COB (Annexe 5 ci-dessous) oblige les émetteurs souhaitant réaliser un programme de rachat à établir une note d'information. Cette note doit obtenir le visa de la COB avant l'assemblée générale des actionnaires appelée à autoriser le programme (art. 2). L'émetteur doit informer mensuellement la COB du nombre des actions achetées et de leur coût moyen (art. 5).

⁴⁷ Voir la note 46 et le texte l'accompagnant.

En **Allemagne**, la décision de la direction de faire usage d'une autorisation de l'assemblée générale de racheter des actions propres doit faire l'objet d'une annonce en application de l'art. 15 WpHG relatif à la publicité événementielle des émetteurs (Lettre du 28 juin 1999 du Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel [BAWe] à la direction des sociétés cotées. Cf. Annexe 7 ci-dessous).

Pour respecter le principe de proportionnalité, l'obligation de publier pourrait être limitée aux rachats d'une certaine importance, représentant par exemple plus de 2% du capital ou des droits de vote de l'émetteur.

Proposition no 1: *La COPA propose que les émetteurs soient soumis à l'obligation:*

- *de rendre publique toute décision d'acquérir des titres de participation propres représentant plus de 2% de leur capital ou de leurs droits de vote.*
- *de renseigner le marché de façon régulière sur l'état d'avancement de leur programme de rachat.*

2. Traitement insatisfaisant des situations d'asymétrie dans l'information

Le droit des OPA interdit aux émetteurs de tirer avantage de leur connaissance supérieure de la marche des affaires de l'entreprise pour acquérir leurs titres de participation à des conditions favorables, au détriment de leurs actionnaires. L'actuelle Communication no 1 de la COPA oblige l'offrant à attester lors de l'annonce de son rachat qu'il «ne dispose pas d'informations non publiées susceptibles d'influencer de manière déterminante la décision des actionnaires»⁴⁸. Cette règle est inspirée de l'art. 23 al. 2 OOPA. Cependant, elle s'avère inadaptée aux programmes de rachat réalisés en bourse. Au contraire des offres publiques d'acquisition, ces programmes ne procèdent pas d'une décision de rachat unique, mais d'une succession de décisions prises pendant toute la durée de l'opération. Pour garantir l'égalité de traitement des investisseurs, il importe donc que l'émetteur ne dispose pas d'informations privilégiées non seulement au moment de la publication du programme, mais pendant toute la durée

⁴⁸ Ch. 2.5.

de sa réalisation. Les programmes de rachat devraient donc être suspendus lorsque les règles sur la publicité événementielle autorisent les émetteurs à différer l'annonce d'une information susceptible d'influencer le cours. Dans de telles hypothèses, les émetteurs devraient soit renoncer à toute transaction, soit prendre des mesures permettant d'assurer que les personnes responsables du négoce n'ont pas accès aux informations concernées («*chinese walls*») ⁴⁹. Dès le début de 1999, la COPA a imposé ces règles de comportement aux auteurs de programmes de rachat par voie de recommandation ⁵⁰. Une codification de cette pratique serait opportune.

Le problème d'asymétrie dans l'information se pose de façon particulièrement aiguë dans la période précédant la publication des résultats annuels ou intermédiaires. La Communication no 1 prévoit à ce sujet que «[I]ors de la publication de l'offre, les derniers comptes (intermédiaires) consolidés publiés [doivent avoir] été arrêtés à une date qui ne remonte pas à plus de neuf mois» ⁵¹. Cette règle est insatisfaisante: il est illogique d'exclure la publication d'un programme de rachat lorsque les derniers comptes consolidés remontent à plus de neuf mois, mais d'autoriser la poursuite d'un programme déjà commencé lorsque ce délai est écoulé. Une adaptation de la réglementation serait souhaitable de ce point de vue également.

En outre, il semblerait opportun de faire en sorte que d'éventuels rachats soient faits en dehors de la période précédant la publication des comptes, car l'émetteur dispose à ce moment d'informations privilégiées sur la marche de l'entreprise.

En **Grande-Bretagne**, le règlement de cotation du *London Stock Exchange* interdit aux émetteurs de racheter leurs propres titres pendant les deux mois précédant la publication de leurs résultats annuels ou semestriels et pendant le mois précédant la publication de leurs comptes trimestriels ou, si ce délai est plus court, entre la fin de la période comptable considérée et la publication des résultats. Des achats sont aussi prohibés lorsque l'émetteur est en possession d'informations privilégiées (para. 15.1 des *Listing rules* [janvier 1999 – Annexe 4 ci-dessous] en relation avec les para. 3, 4 et 7 du «Model Code» annexé au chapitre 16 de ce règlement).

⁴⁹ Voir la recommandation UBS du 17 février 1999, c. 4.

⁵⁰ Recommandation *Zellweger Luwa* du 7 avril 1999, c. 5; recommandation *Altin* du 12 avril 1999, c. 2.3; recommandation *Schweizer Rück* du 6 août 1999, c. 6; recommandation *Altin* du 8 septembre 1999, c. 5.

⁵¹ Ch. 2.4.

En **France**, un émetteur doit s'abstenir d'intervenir sur ses propres titres (art. 8 du Règlement No 98-03 de la COB – Annexe 6 ci-dessous):

- pendant une période de quinze jours précédant la date à laquelle ses comptes consolidés, ou à défaut ses comptes annuels, sont rendus publics;
- pendant la période comprise entre la date à laquelle cet émetteur a connaissance d'une information qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une influence significative sur le cours de titres et la date à laquelle cette information est rendu publique.

Proposition no 2: *La COPA propose que des rachats ne soient pas décidés et que les programmes de rachats faits aux prix du marché soient interrompus:*

- *lorsque l'annonce de faits susceptibles d'influencer le cours est reportée, conformément aux règles sur la publicité événementielle autorisant les émetteurs à différer l'annonce d'une information susceptible d'influencer le cours;*
- *lorsque les derniers comptes consolidés publiés ont été arrêtés à une date qui remonte à plus de neuf mois;*
- *pendant la période précédant immédiatement la publication des résultats annuels ou des résultats intermédiaires de l'émetteur.*

Une interruption du négoce en actions propres effectué dans le cadre de l'activité ordinaire de l'émetteur ne devrait pas être nécessaire lorsque l'organisation de ce dernier permet de garantir que les personnes chargées de la réalisation de ces transactions ignorent les faits dont l'annonce est différée ou les résultats non publiés de l'émetteur («chinese walls»).

3. Respect du principe d'égalité de traitement en cas de rachats de titres de participation au prix du marché

En théorie, des rachats faits au prix du marché respectent toujours le principe d'égalité de traitement. L'émetteur ne paie pas davantage au vendeur que ce que les autres actionnaires peuvent obtenir en disposant de leurs titres sur le marché⁵². Toutefois, ce rai-

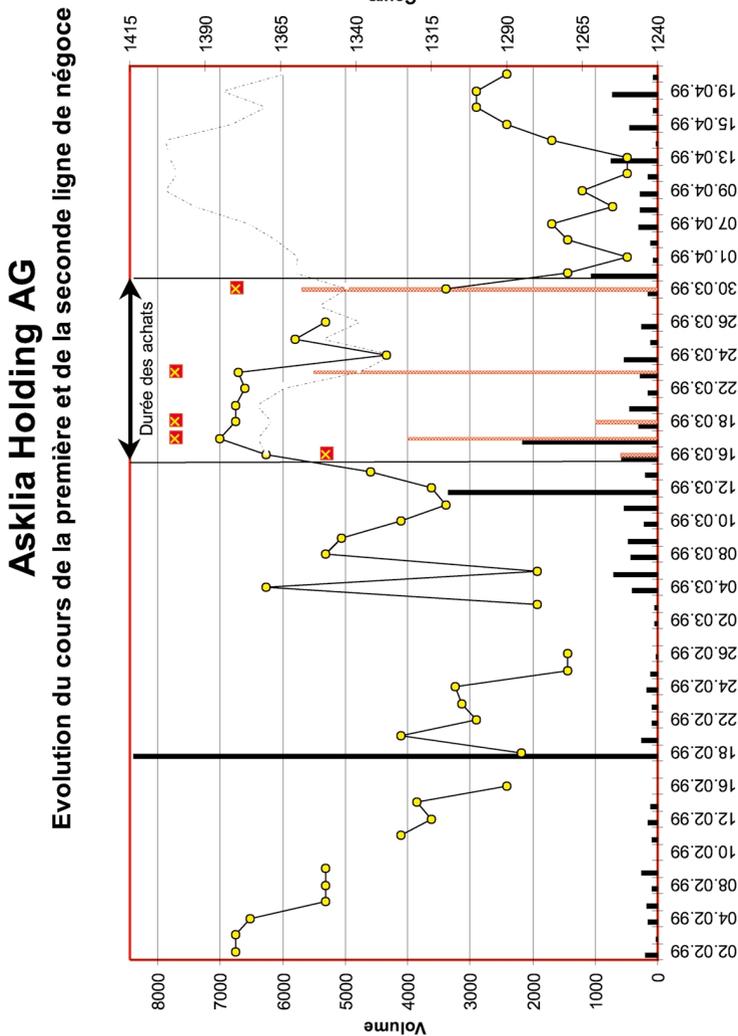
⁵² K.-P. Martens, *Erwerb und Veräußerung eigener Aktien im Börsenhandel*, AG 41 (1996) 337, 339–340. K. Hofstetter (note 6), 152. P. Forstmoser / A. Meier-Hayoz / P. Nobel (note 2), 463 No 50 n. 18.

sonnement n'est valable que si le prix du marché n'est pas lui-même influencé par les achats de l'émetteur. Or en cas de rachat, la demande supplémentaire suscitée par l'émetteur se traduit en principe par une hausse des cours. Le «prix du marché» contient alors un élément de prime. Le principe d'égalité de traitement est violé si le montant de cette prime occulte ne reste pas constant pendant la durée du programme. Lorsque l'émetteur dispose de plusieurs catégories de titres de participation, une inégalité de traitement est aussi suscitée si la prime offerte n'est pas la même pour toutes les catégories de titres.

La Commission des OPA a souligné ce problème dans plusieurs recommandations⁵³. Toutefois, même s'il est vraisemblable que les rachats d'actions importants réalisés sur une période relativement brève et dans un marché illiquide se traduisent par une hausse temporaire des cours, ce phénomène est difficile à quantifier en pratique.

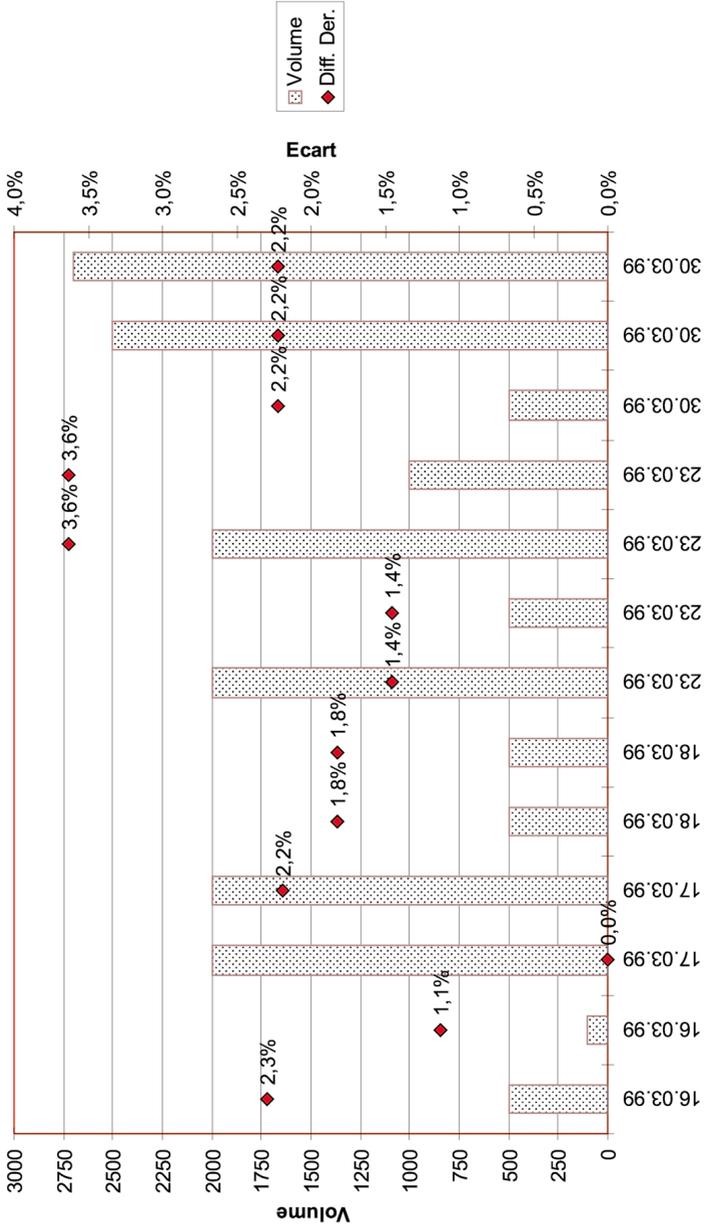
Le rachat d'actions d'*Askliä Holding AG* permet d'illustrer ce point. *Askliä* avait annoncé son intention de racheter 16 800 actions entre le 15 mars et le 12 avril 1999 (soit pendant 22 jours de bourse), dans un marché sur lequel une moyenne de 150 titres étaient échangés chaque jour. En définitive, *Askliä* a racheté les titres visés entre le 16 et le 30 mars 1999, soit en 11 jours de bourse. L'évolution du cours d'*Askliä* pendant cette période (voir le schéma ci-dessous) n'infirme pas l'hypothèse selon laquelle la demande supplémentaire suscitée par le rachat aurait influencé le cours de bourse. Le cours moyen pondéré des actions *Askliä* pendant la durée des rachats (transactions faites sur la seconde ligne comprises) a été de 6,9% supérieur au cours moyen pondéré des 30 jours de bourse précédant le début des rachats et de 7,0% supérieur au cours moyen pondéré des 30 jours de bourse suivant leur interruption. En outre, le cours moyen pondéré a été de 8,5% supérieur pendant la durée des rachats (soit du 16 au 30 mars, transactions faites sur la seconde ligne comprises) à ce qu'il était pendant le reste de la période pendant laquelle *Askliä* avait annoncé vouloir réaliser son programme (soit du 31 mars au 12 avril), alors que le SPI a progressé de 2,9% pendant cette période. Toutefois, l'étude révèle également que l'écart entre la première et la seconde ligne de négoce est demeuré relativement stable pendant la durée du rachat. Un éventuel mouvement de hausse du cours se serait donc fait sentir simultanément sur les deux lignes de négoce. Pour ce motif, il est difficile à quantifier.

⁵³ Recommandations *Schindler* du 16 février 1999, *Mövenpick* du 23 février 1999 et *Julius Bär* du 5 mai 1999.



Askia Holding AG

Ecart entre la première et la seconde ligne de négoce



En théorie, une façon de garantir l'égalité de traitement pendant la durée d'un programme de rachat serait de contraindre l'émetteur à présenter une offre à un prix déterminé. L'éventuelle prime payée lors du rachat serait alors égale pour tous les actionnaires. L'offre à prix fixe garantirait en outre une certaine transparence du montant de cette prime.

Un régime d'offre à prix fixe permet de garantir que les actionnaires se voient offrir une prime identique. Toutefois, l'expérience montre qu'il peut susciter une inégalité de traitement entre actionnaires privés et institutionnels. En effet, les règles fiscales applicables aux rachats d'actions empêchent en pratique les opérateurs de réaliser des opérations d'arbitrage en achetant des titres sur le marché et en les présentant ensuite à l'offre⁵⁴. Selon l'évolution du marché, le prix de l'offre et le cours de bourse peuvent donc diverger. Les offres de rachat réalisées à prix fixe en 1998 et 1999 montrent que cet écart peut être relativement important (voir les schémas ci-dessous). Les règles fiscales rendant les offres de rachat inintéressantes pour les actionnaires privés, une offre à prix fixe peut donc, dans certaines circonstances, engendrer une inégalité de traitement entre actionnaires privés et institutionnels.

Pour remédier à cette situation, la COPA autorise les émetteurs à limiter la durée de leurs offres de rachat à dix jours de bourse⁵⁵, au lieu des vingt que prévoit normalement la réglementation sur les OPA⁵⁶. Cette limitation de la durée de l'offre réduit le risque qu'un

⁵⁴ Le ch. 3.5 de la Circulaire no 5 du 19 août 1999 de l'AFC (cf. note 9 ci-dessus et Annexe 8 ci-dessous) contient les indications suivantes: «[I] art. 21, al. 2, LIA, selon lequel le remboursement [de l'impôt anticipé] est inadmissible dans tous les cas où il pourrait permettre d'éviter l'impôt, vaut aussi pour l'acquisition des propres droits de participation. On pourrait en particulier retenir une évasion fiscale si une personne morale suisse achetait, de manière ciblée, des actions à des personnes physiques suisses ou à des personnes (morales ou physiques) résidant à l'étranger, pour les transmettre ensuite à la société sur le point d'entreprendre une diminution de capital». Compte tenu de cette pratique, le négociant qui réalise des opérations d'arbitrage en exploitant la différence entre le cours de bourse et le prix de l'offre court le risque de se voir refuser le remboursement de l'impôt anticipé.

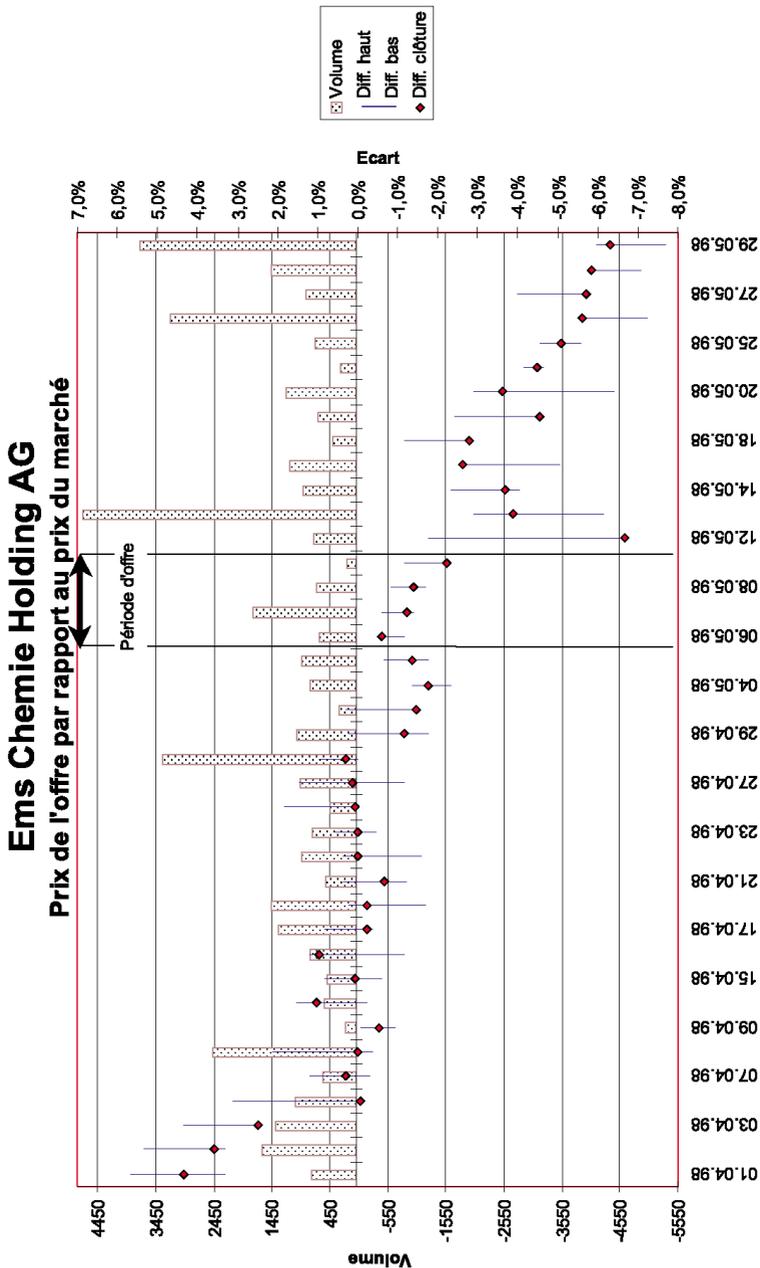
⁵⁵ Recommandations *Mövenpick* du 23 février 1999 et *CreInvest* du 4 août 1999.

⁵⁶ Art. 14 al. 3 OOPA.

écart important se développe entre le prix de l'offre et le prix du marché. Toutefois, cette mesure n'a pas toujours permis d'atteindre le résultat escompté.

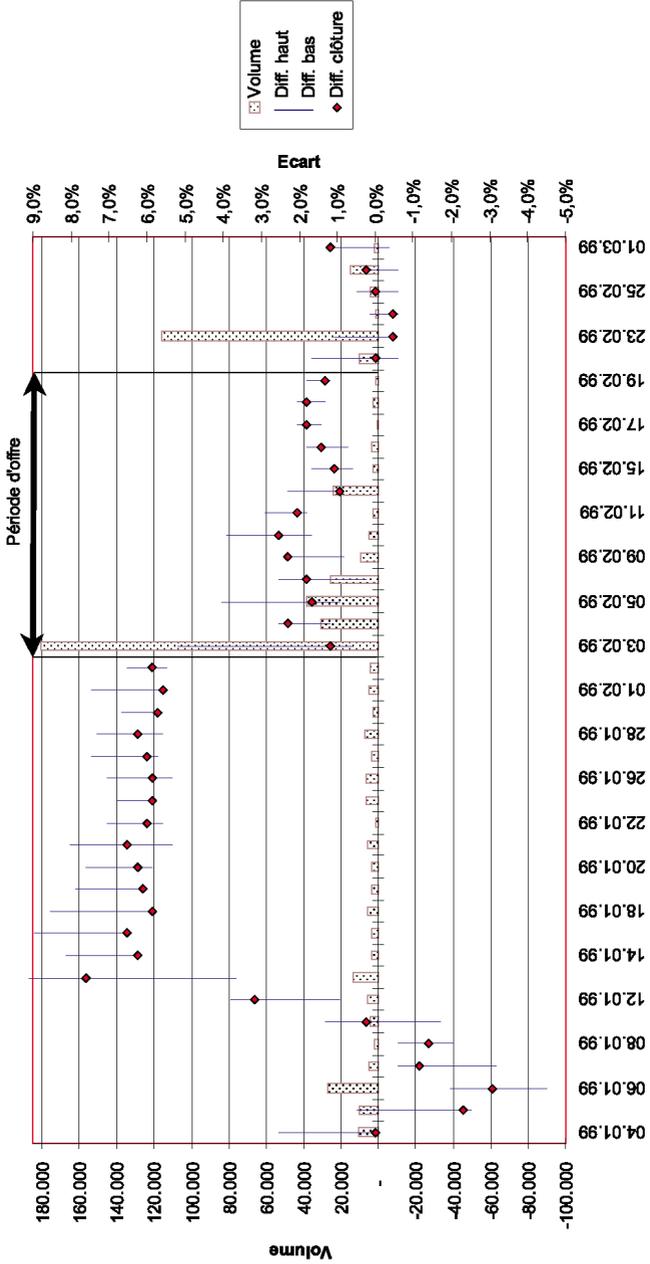
Les tableaux qui suivent indiquent la différence, exprimée en pour-cent, entre le prix du marché et le prix de l'offre (échelle de droite). Les points rouges indiquent la différence par rapport au cours de clôture, alors que les extrémités des traits bleus indiquent la différence par rapport au cours le plus haut et le plus bas de la séance. Les colonnes pointillées indiquent le volume total enregistré au cours d'une séance (échelle de gauche).

Une adaptation du prix semble avoir eu lieu dans le cadre des offres *Rieter* et *Metalwaren*. En revanche, un écart pouvant atteindre 13,6% s'est développé entre le cours des actions nominatives *Mövenpick* et le prix offert par la société pour l'acquisition de ces titres. Dans le cas de *CreInvest*, l'écart a atteint 7,5%.

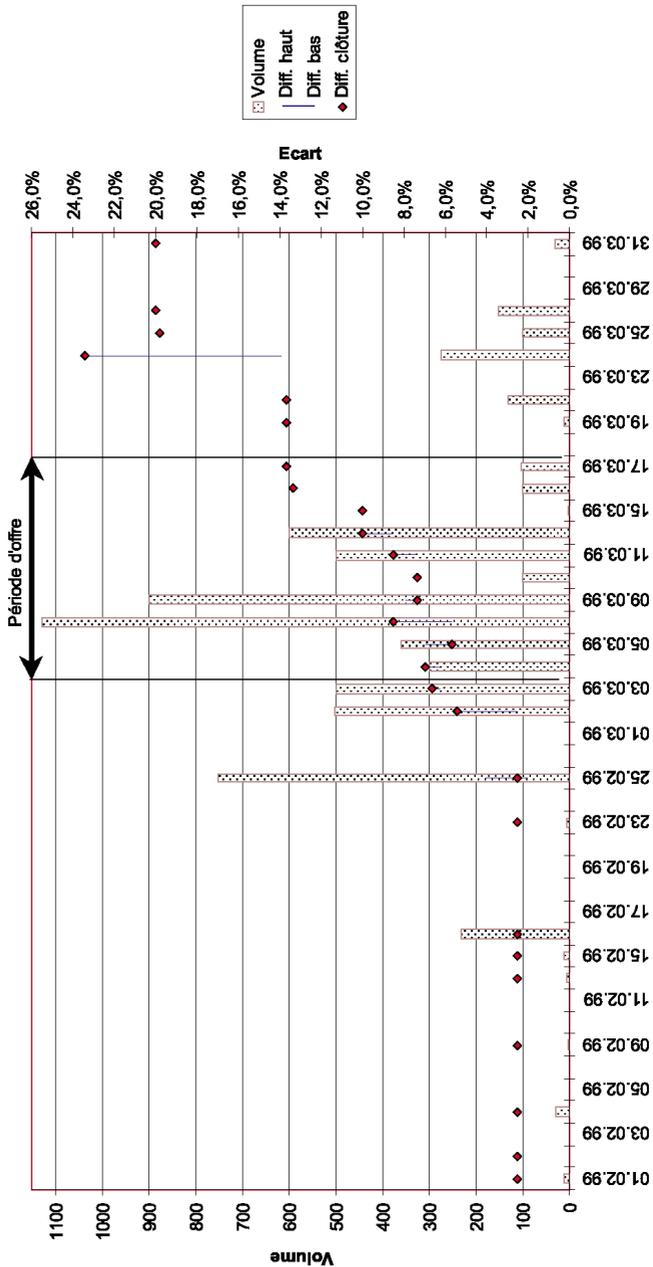


Rieter Holding AG

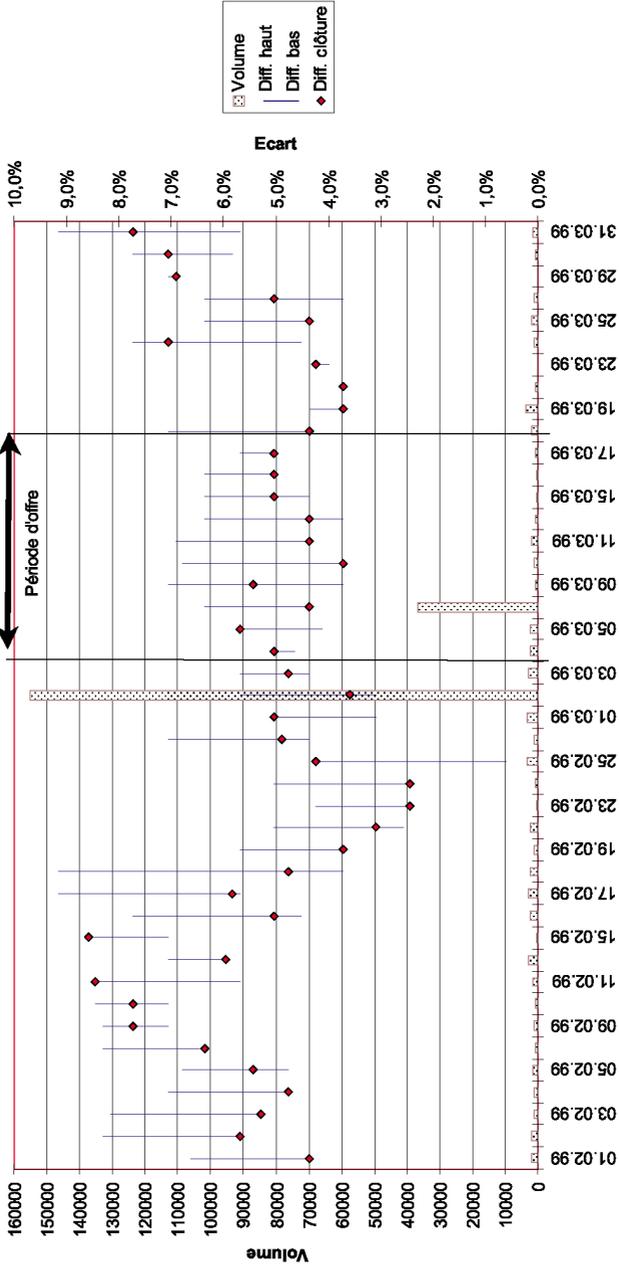
Prix de l'offre par rapport au prix du marché



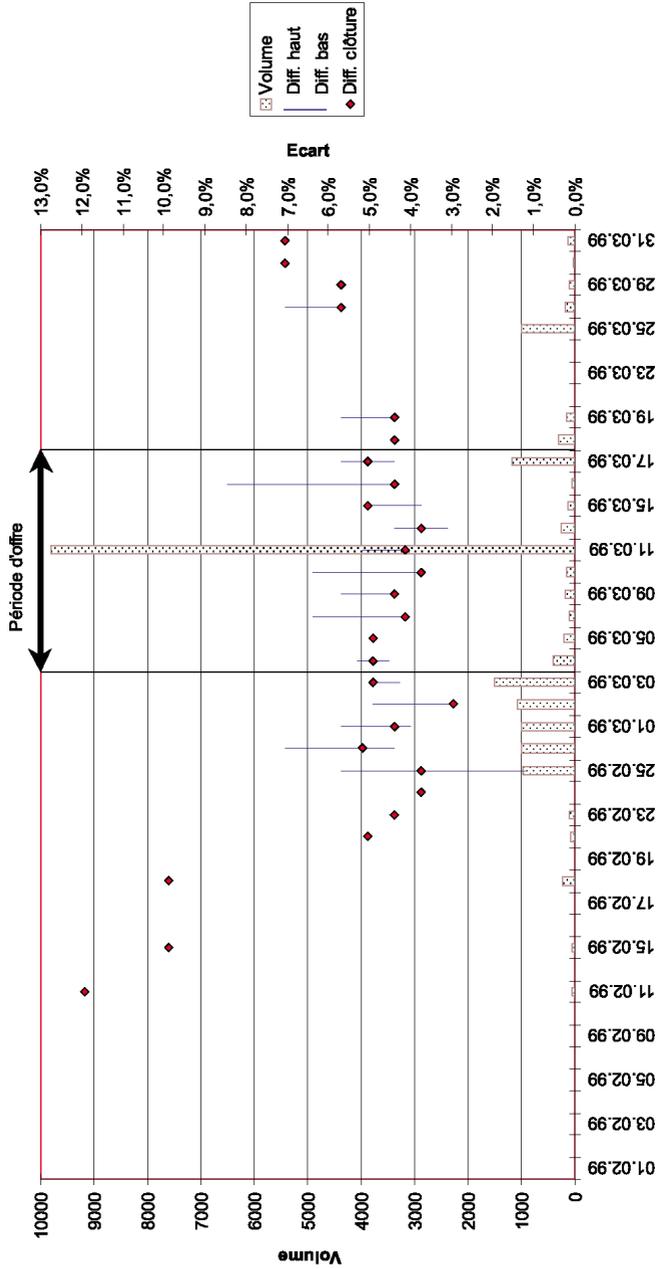
Mövenpick Holding Nominative
Prix de l'offre par rapport au prix du marché



Mövenpick Holding Porteur
 Prix de l'offre par rapport au prix du marché

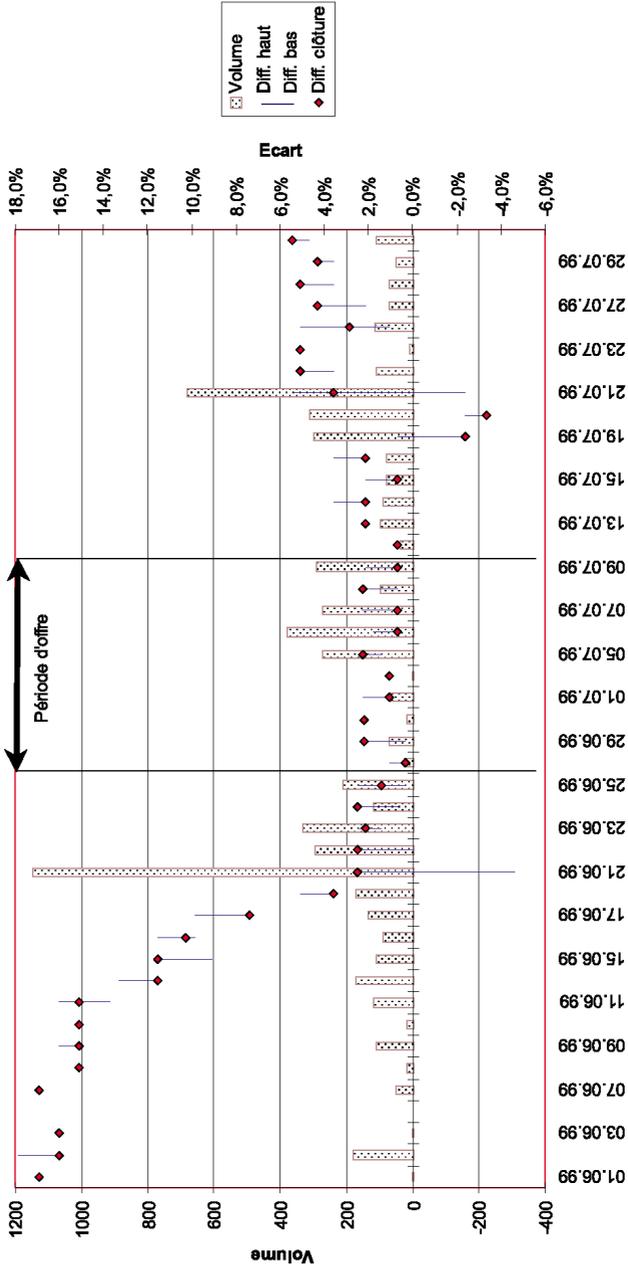


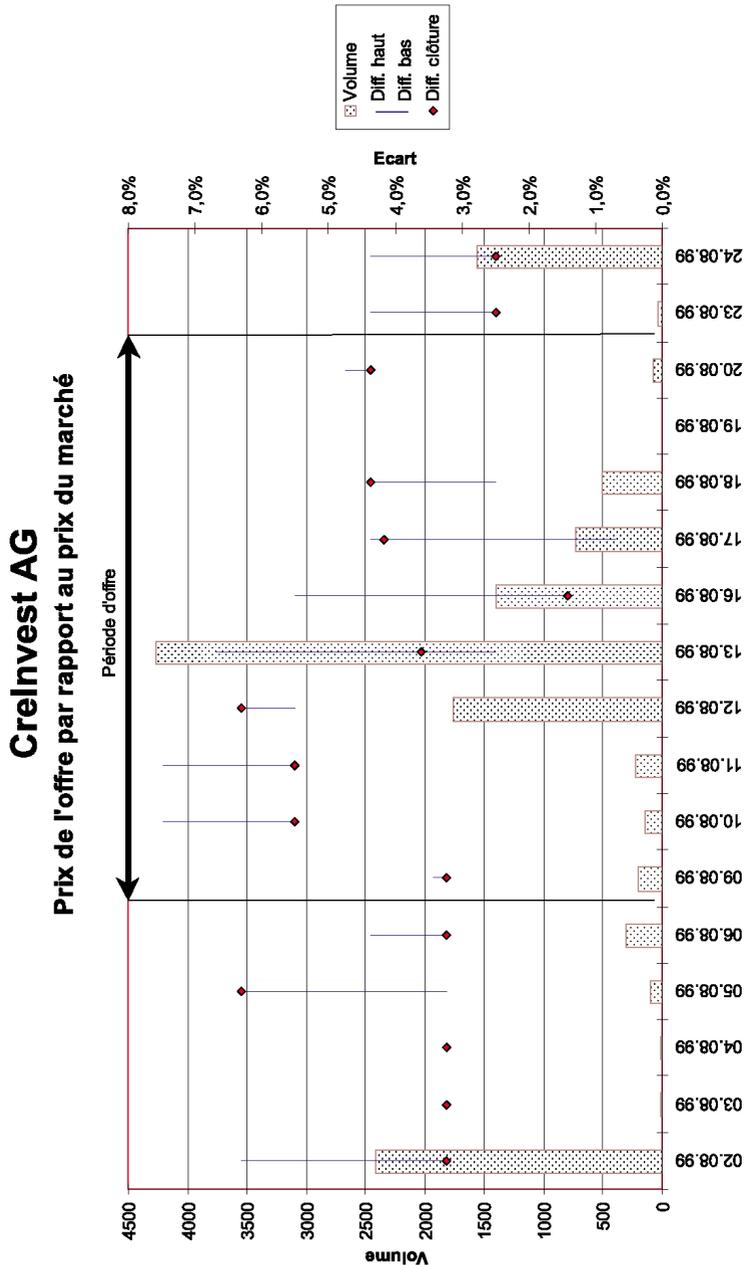
Mövenpick Holding BP
Prix de l'offre par rapport au prix du marché



Metallwaren-Holding AG

Prix de l'offre par rapport au prix du marché





Il apparaît ainsi que la publication d'offres à prix fixe ne suffit pas à éviter des inégalités de traitement en cas de rachat de titres de participation. Ce type d'opérations permet certes d'assurer le paiement d'une prime identique pendant toute la durée du rachat. Toutefois, elle peut susciter une inégalité de traitement entre actionnaires privés et institutionnels car – pour des raisons fiscales – seuls ces derniers peuvent profiter du paiement de cette prime⁵⁷.

Pour ces motifs, la COPA considère qu'il serait inapproprié de contraindre les émetteurs à offrir un prix de rachat fixe à leurs actionnaires. Elle propose plutôt de faire en sorte que les rachats de titres de participation faits «au prix du marché» ne conduisent pas au paiement de primes occultes. Dans cette perspective, elle propose de prendre des mesures tendant à limiter l'impact des rachats de l'émetteur sur le cours de bourse. Deux mesures devraient permettre d'atteindre cet objectif:

1. La COPA propose d'abord de garantir le respect d'un rapport raisonnable entre le volume des rachats et le volume moyen des échanges pour la valeur considérée. Le maintien d'un tel rapport permettrait d'éviter que le surcroît de demande suscité par le programme de rachat ne déstabilise le marché et suscite des cours fortuits. Eu égard à la pratique internationale, ce ratio pourrait être fixé à 25%.

Aussi bien la réglementation **américaine** (Rule 10b-18 [b][4] – Annexe 3 ci-dessous) que la réglementation **française** (art. 7 pts 6 et 7 du Règ. No 98-03 de la COB – Annexe 6 ci-dessous) empêchent les émetteurs de racheter plus de 25% du volume quotidien moyen de leurs titres au cours d'une seule séance.

L'achat de blocs de titres ne devrait pas être pris en compte pour le calcul de la limite de 25%, de façon à ne pas réduire la négociabilité de ces participations. Pour garantir le respect du principe d'égalité de traitement, de tels blocs devraient être acquis aux conditions du marché, c'est-à-dire au dernier cours payé par une personne indépendante de l'émetteur ou, en l'absence d'un tel cours, au dernier prix offert par une personne indépendante de l'émetteur. Les réglementations qui connaissent une limitation

⁵⁷ Sur le traitement fiscal des actionnaires privés et institutionnels en cas de rachat de titres de participation, voir ci-dessus, page 4.

des volumes quotidiens susceptibles d'être acquis par un émetteur prévoient aussi une exception pour l'acquisition de blocs de titres.

Voir, aux **États-Unis**, la rule 10b-18 (b)(4), et, en **France**, l'art. 7 pt. 6 du Règlement No 98-03 de la COB.

En Suisse, une période de 30 jours de bourse devrait pouvoir être prise en compte pour le calcul du volume moyen déterminant, par analogie avec la règle de l'art. 37 al. 2 OBVM-CFB.

2. La COPA propose également de limiter les possibilités de rachats pendant les enchères d'ouverture et de clôture d'une séance boursière ainsi que pendant les enchères suivant un «stop trading». Les prix résultant de ces enchères jouissent d'une publicité particulière et sont réputés être particulièrement représentatifs de l'état du marché. Il semble donc opportun d'éviter qu'ils puissent être influencés par les achats de l'émetteur. De telles mesures sont déjà en vigueur sur le plan international.

Voir, aux **États-Unis**, la rule 10b-18 (b)(2), et, en **France**, l'art. 7 pt. 4 du Règlement No 98-03 de la COB.

Les règles susmentionnées seraient applicables à tous les programmes de rachats réalisés au prix du marché, que ce soit au moyen d'une ligne de négoce spéciale ou sur la ligne de négoce ordinaire.

Proposition no 3: *La COPA propose que des mesures soient prises pour limiter l'influence des rachats de titres de participation sur le cours des valeurs concernées. A ce titre:*

- *Les émetteurs ne devraient pas être autorisés à racheter des titres de participation représentant plus de 25% du volume moyen quotidien réalisé sur le marché du titre concerné au cours des 30 derniers jours de bourse. Les achats de blocs de titres ne devraient pas être affectés par cette mesure, à condition que ces transactions soient faites à un prix ne dépassant pas le dernier prix payé ou le dernier cours offert par une personne indépendante de l'offrant.*

- *Des ordres de rachat ne devraient pas être introduits pendant les enchères d'ouverture ou de clôture du marché ou pendant les enchères suivant un «stop trading».*

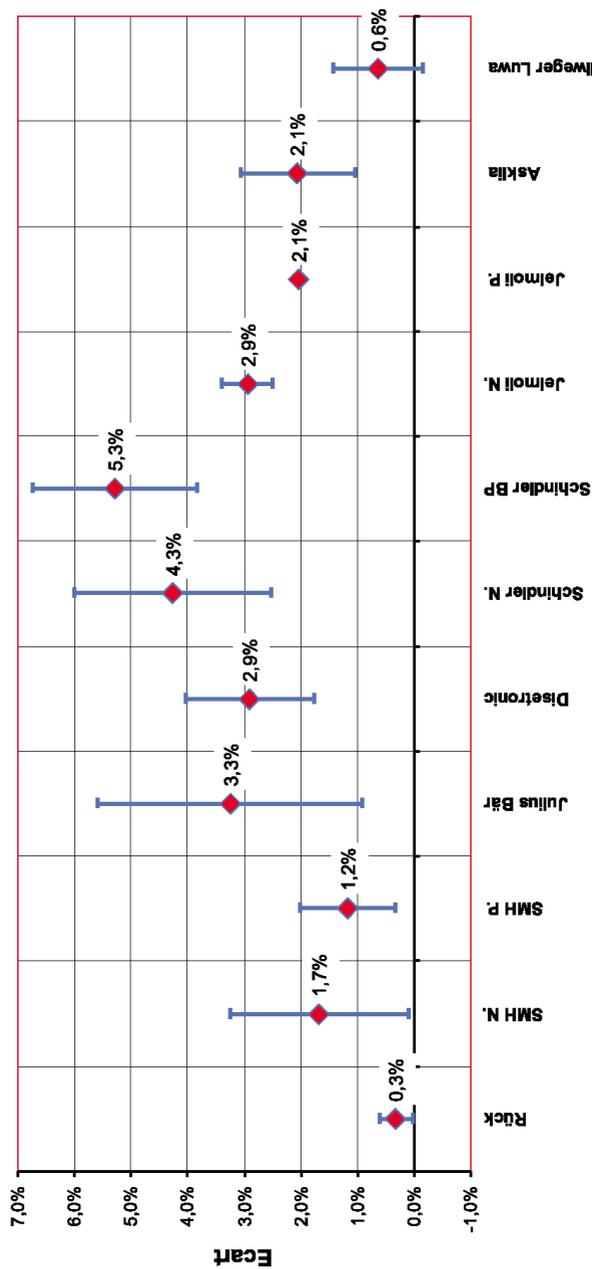
4. Égalité de traitement entre investisseurs privés et institutionnels

Il a déjà été relevé que, pour des motifs fiscaux, seuls les actionnaires détenant leurs titres de participation dans leur fortune commerciale ont avantage à participer à un programme de rachat⁵⁸. On pourrait donc soutenir que, pour respecter le principe d'égalité de traitement, les prix payés sur une première et une seconde ligne de négoce devraient être identiques. Toutefois, compte tenu notamment de l'obligation faite aux émetteurs de retenir l'impôt anticipé lorsque les titres rachetés doivent être annulés, la COPA tolère le paiement d'une certaine prime pour les actions acquises sur la seconde ligne de négoce. Cette prime permet notamment à l'émetteur de compenser le coût qu'engendre pour le vendeur l'immobilisation d'une partie du prix de vente jusqu'au remboursement de l'impôt anticipé. Elle permet aussi d'indemniser le vendeur qui contribue à la concentration du bénéfice de l'entreprise sur le nombre restant d'actions. La COPA exige cependant qu'un rapport raisonnable soit maintenu entre les prix payés sur la première et la seconde ligne de négoce⁵⁹. Or l'analyse révèle que tel n'a pas toujours été le cas.

⁵⁸ Voir la section I.2 ci-dessus, page 4.

⁵⁹ Recommandation *Altin* du 8 septembre 1999.

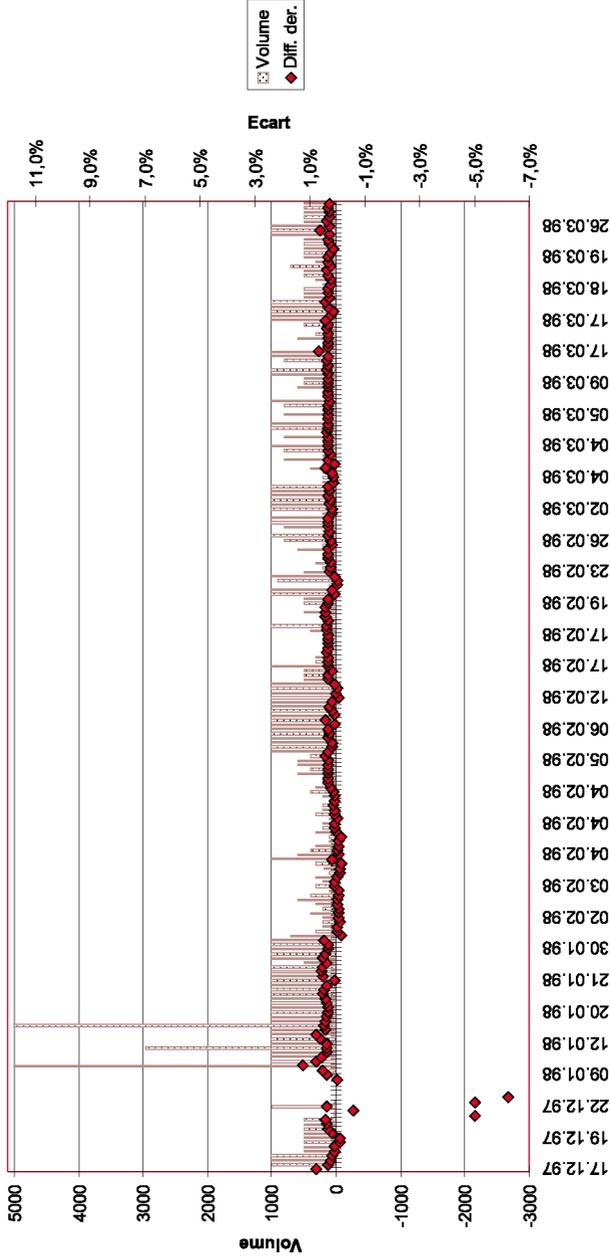
Ecart moyen entre la première et la seconde ligne de négoce*



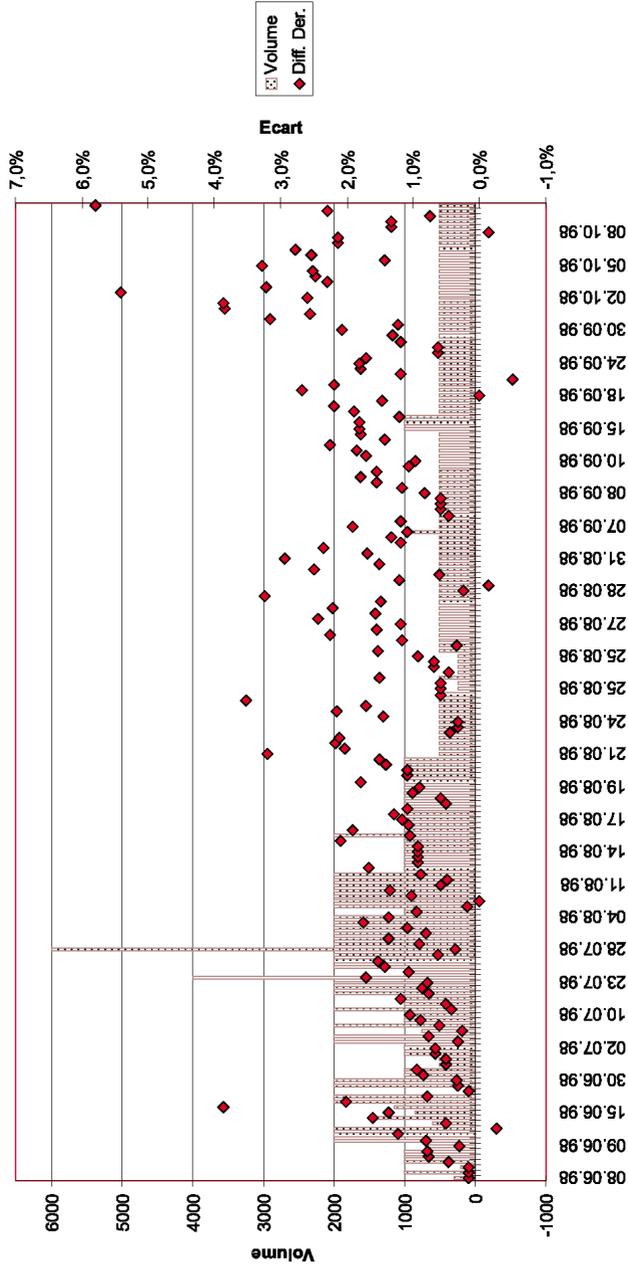
* La moyenne indiquée est pondérée par le volume des transactions réalisées sur la seconde ligne de négoce. Les barres d'erreur indiquent l'écart-type (standard deviation) de la seconde ligne par rapport à cette valeur.

Dans les tableaux qui suivent, les valeurs rouges indiquent la différence entre le prix payé sur la seconde ligne de négoce et le dernier prix payé sur la première.

Rück Versicherung Ecart entre la première et la seconde ligne de négoce

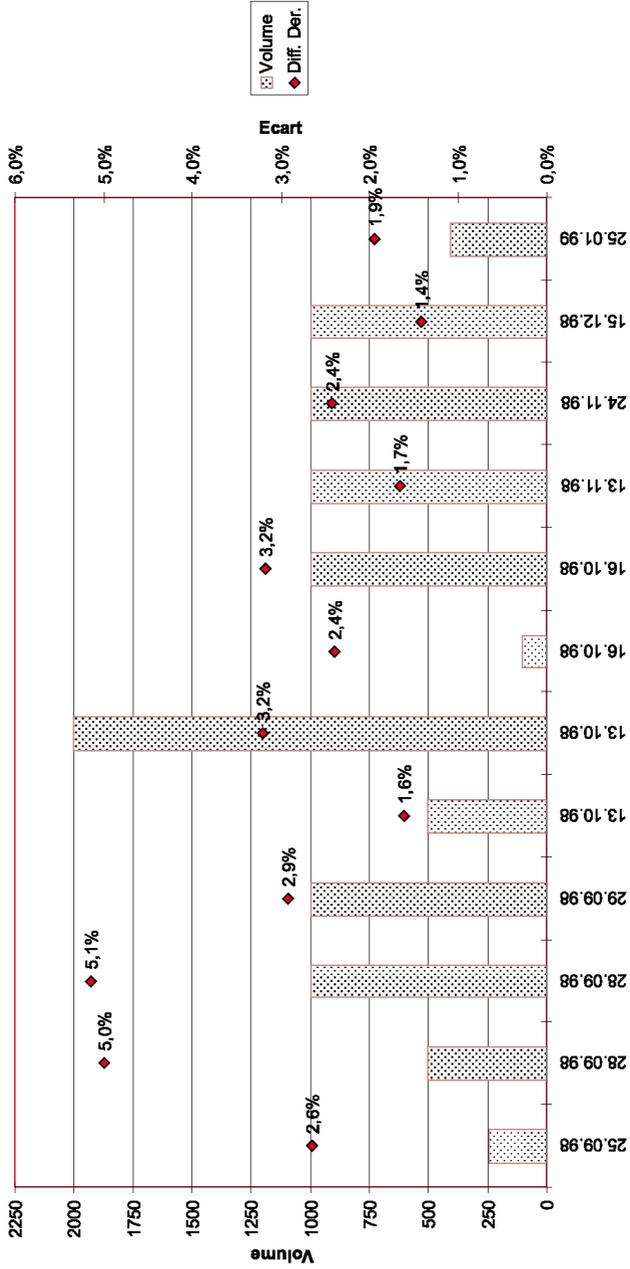


SMH porteur
 Ecart entre la première et la seconde ligne de négoce



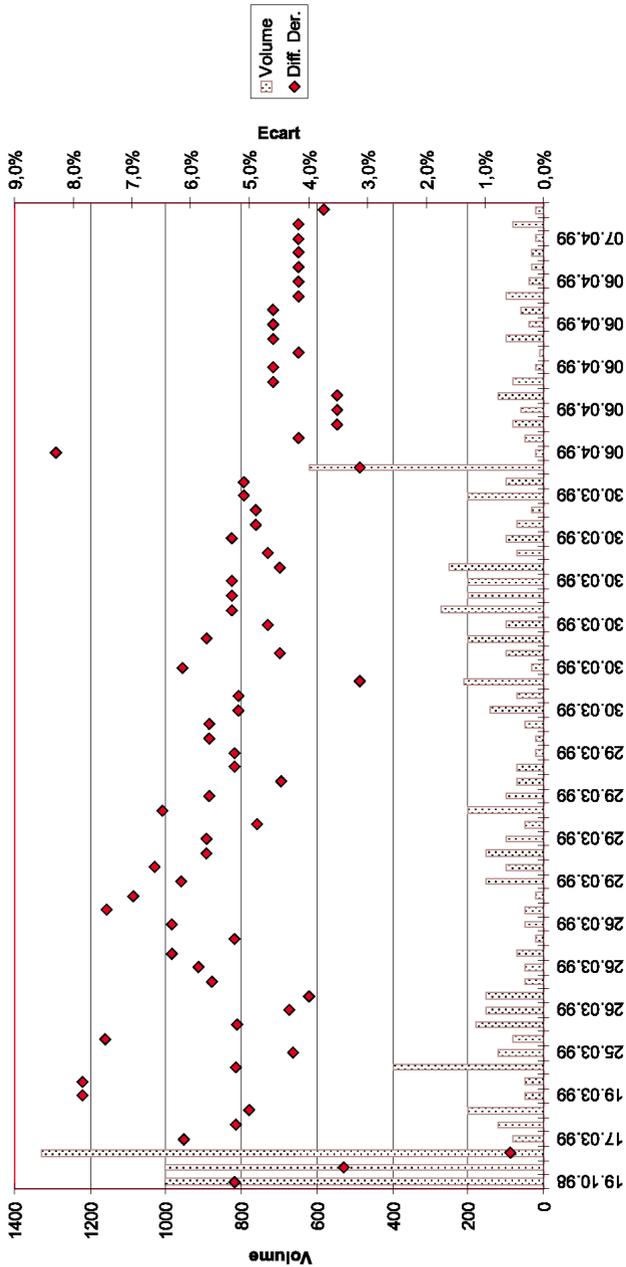
Disetronic Holding AG

Ecart entre la première et la seconde ligne de négoce



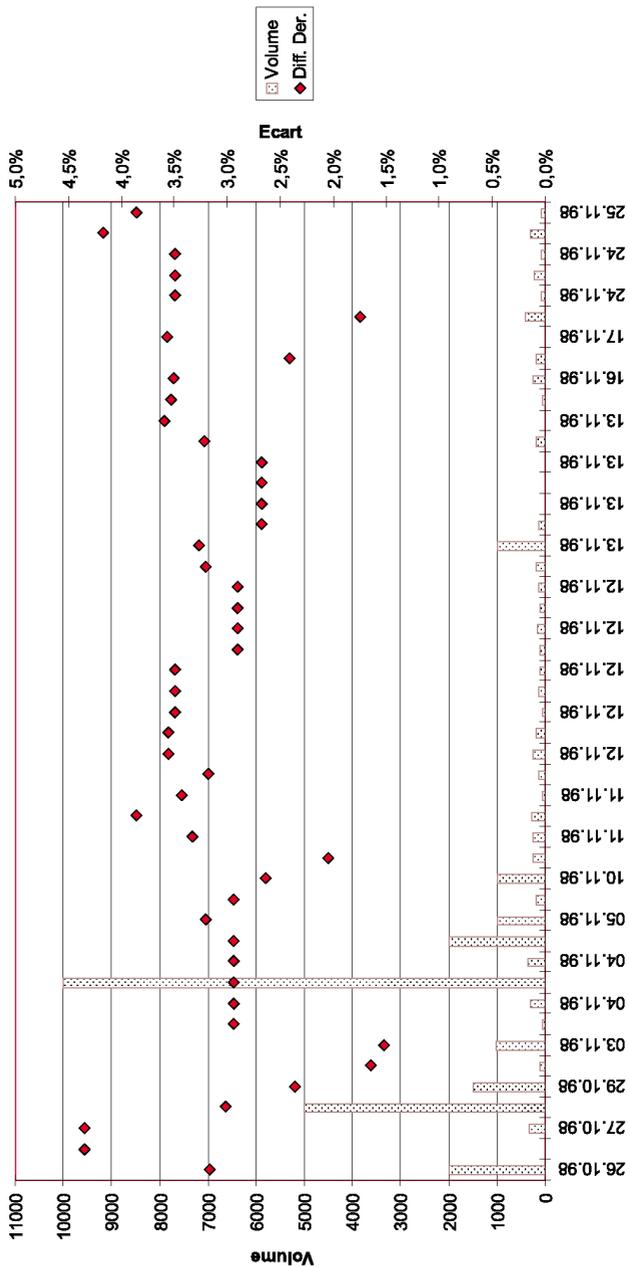
Schindler Holding AG nominative

Ecart entre la première et la seconde ligne de négoce

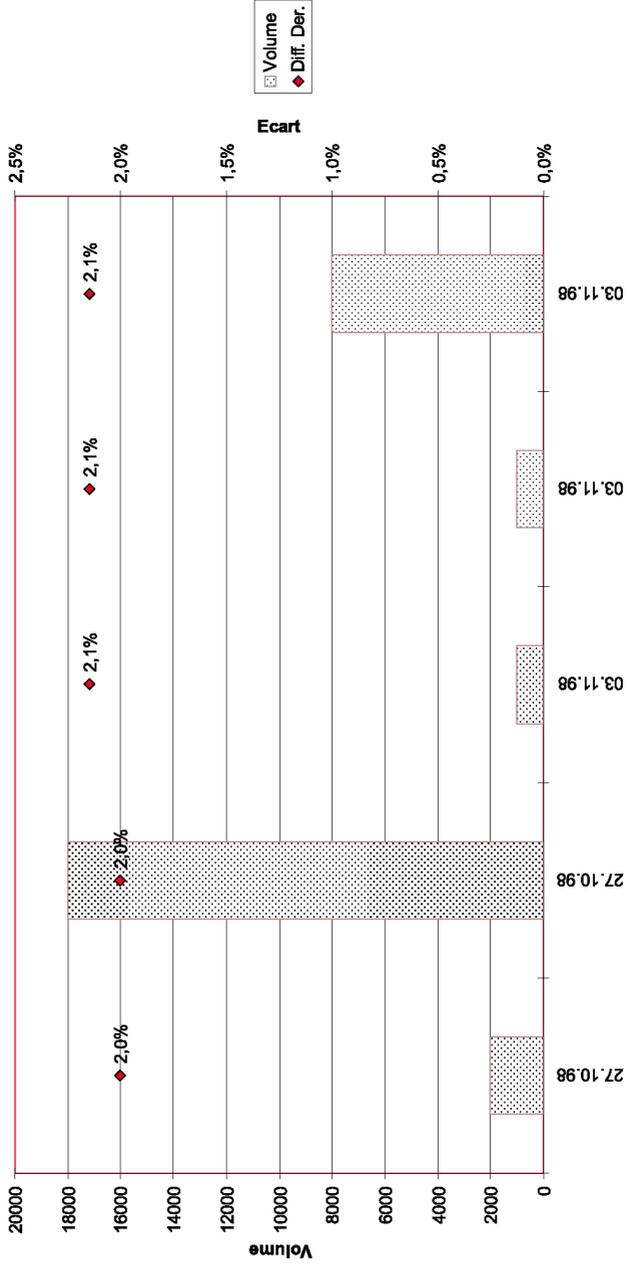


Jelmoli holding AG nominative

Ecart entre la première et la seconde ligne de négoce

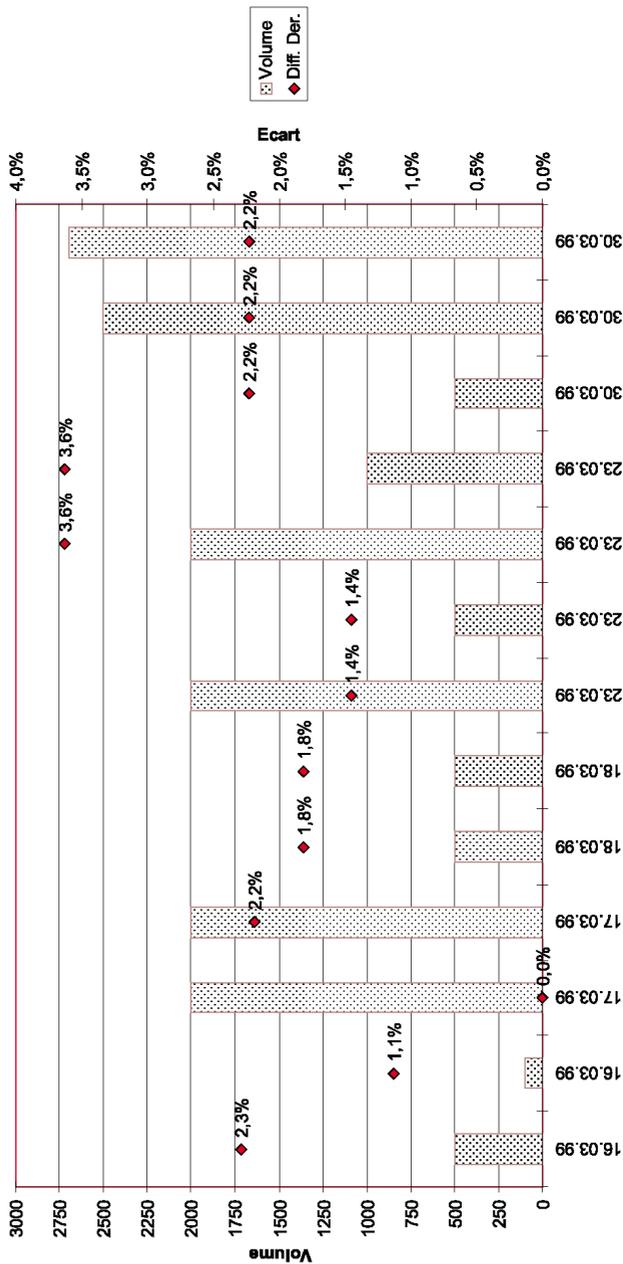


Jelmoli Holding AG porteur
 Ecart entre la première et la seconde ligne de négoce



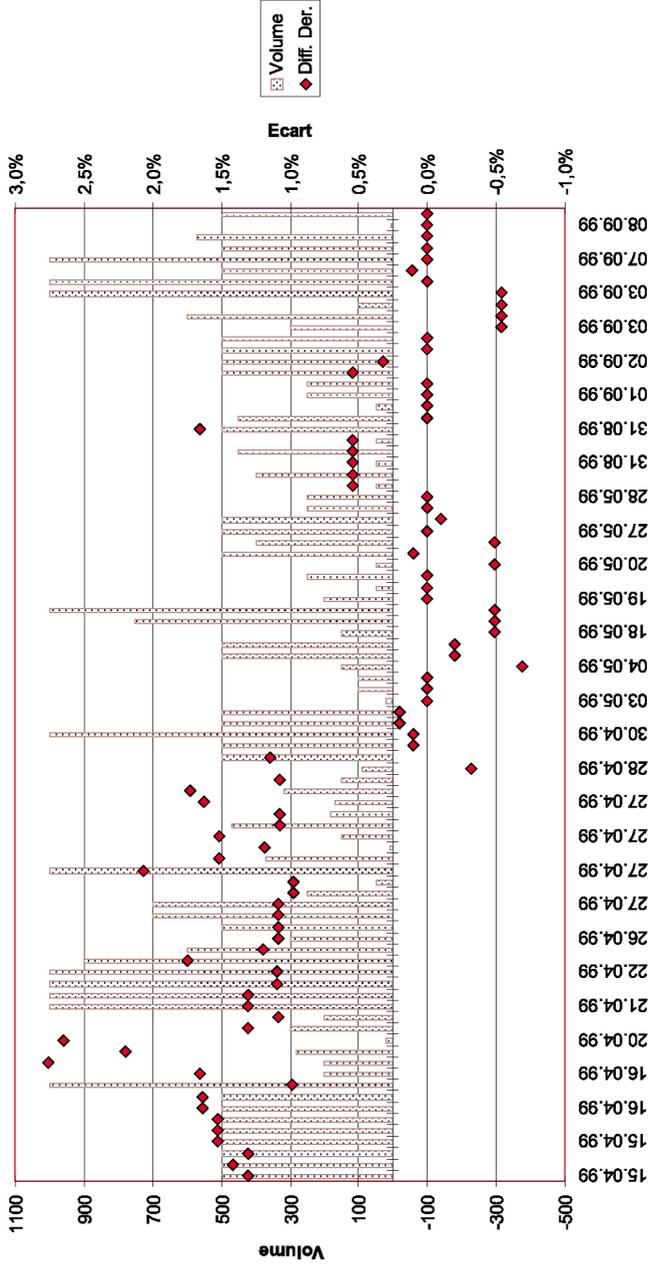
Askia Holding AG

Ecart entre la première et la seconde ligne de négocié



Zellweger Luwa AG

Ecart entre la première et la seconde ligne de négoce



Pour remédier à cette situation, la COPA a fixé une limite maximale à l'écart admissible entre la première et la seconde ligne de négoce. Cette limite a été fixée à 2% dans un cas d'espèce, d'accord avec l'auteur du programme de rachat⁶⁰. A l'avenir, la COPA propose de faire respecter une limite comparable de façon systématique. Elle considère néanmoins que la limite de 2% pourrait se révéler trop basse dans certaines circonstances et propose donc de la porter à 4%. La COPA est consciente que cette limite a un caractère arbitraire. Elle pourrait devoir être adaptée, notamment selon l'évolution des taux d'intérêts.

En raison de la réglementation fiscale particulière des rachats de titres de participation en Suisse, la COPA renonce pour l'instant à proposer une limite maximale au prix pouvant être payé dans le cadre d'un programme de rachat, comme c'est le cas dans la plupart des places boursières étrangères.

Aux **Etats-Unis**, le prix des rachat d'un titre de participation coté en bourse doit être «not higher than the current independent bid quotation or the last independent sale price on that exchange, whichever is higher» (Rule 10b-18 [b][3][ii] – Annexe 3 ci-dessous).

En **Grande-Bretagne**, des rachats «may be made through the market only if the price to be paid is not more than 5% above the average of the market values of those shares for the 5 business days before the purchase is made» (para. 15.6 du Règlement de cotation du *London Stock Exchange* – Annexe 4 ci-dessous).

En **France**, les interventions de l'émetteur sont réputées légitimes si «elles sont situées à l'intérieur de la fourchette définie par le cours le plus bas et le cours le plus élevé atteints au cours de la séance de bourse» (art. 7 pt. 3 du Règlement No 98-03 de la COB – Annexe 6 ci-dessous). En outre, des interventions «ne peuvent être réalisées à un prix supérieur au cours de bourse quand les transactions sont réalisées par cessions de blocs» (Idem., art. 7 pt. 2).

Proposition no 4: *La COPA propose qu'une limite maximale soit fixée à l'écart pouvant séparer la première de la seconde ligne de négoce. Compte tenu de la situation actuelle du marché, cette limite pourrait être fixée à 4%.*

⁶⁰ Recommandation *Altin* du 8 septembre 1999.

5. Caractère inapproprié de la procédure d'exonération des programmes qui n'affectent pas le contrôle de l'émetteur

Les règles sur les OPA tendent à assurer la liberté de décision et l'égalité de traitement des détenteurs de titres de participation cotés en cas d'opération susceptible d'affecter le contrôle de l'émetteur. Leur application aux rachats d'actions se justifie donc avant tout lorsque ces transactions influencent le contrôle de la société ou risquent de susciter une inégalité de traitement des investisseurs. Seule une minorité de rachats d'actions présente de telles caractéristiques. Dans la majorité des cas, une procédure de libération devant la COPA constitue une mesure disproportionnée. La COPA propose donc de simplifier cette procédure pour toutes les transactions n'affectant pas le contrôle de l'émetteur et garantissant l'égalité de traitement des détenteurs de titres de participation.

La COPA propose trois critères alternatifs pour juger de l'impact d'un rachat sur le contrôle.

- D'abord, les rachats d'actions portant sur plus de 10% du capital ou des voix de l'émetteur devraient être soumis aux règles ordinaires sur les OPA. La COPA est consciente du caractère relativement grossier de ce critère, qui ne tient compte ni de la participation de l'émetteur au moment de la publication du rachat, ni du flottant de la société. Toutefois, ce critère a l'avantage de la simplicité. En outre, il correspond à celui que retient actuellement la Communication no 1 et jouit donc déjà d'un certain degré d'acceptation de la part du public⁶¹.
- Ensuite, les transactions susceptibles de renforcer la position d'un actionnaire de façon importante au sein de la société ne devraient pas faire l'objet d'une libération anticipée. La zone se situant entre 33⅓% (contrôle de fait) et 50% des droits de vote (contrôle de droit) est sensible du point de vue du contrôle. Une transaction

⁶¹ A l'exception des offres présentées par les sociétés *Pharma Vision 2000 AG* et *BK Vision AG* le 14 février 1998, tous les rachats publics d'actions portant sur plus de 10% du capital ou des voix de l'émetteur ont été réalisés selon les règles de la section 5 de la LBVM. Voir en particulier les offres de *Mövenpick* (recommandation du 23 février 1999) et de *CreInvest* (recommandation du 4 août 1999).

permettant à un actionnaire de faire progresser sa participation de façon importante dans cette limite devrait conduire à l'application des règles protectrices sur les OPA.

- Enfin, les règles sur les OPA devraient aussi être applicables aux transactions pouvant conduire à une décotation. Le retrait de la cote constitue le degré ultime de la prise de contrôle («*going private*»). Il prive les actionnaires minoritaires des garanties liées au statut de société publique. Les actionnaires seront enclins à accepter une offre – même peu avantageuse – pour ne pas courir le risque de devoir conserver des titres illiquides si le rachat aboutit. L'existence d'une telle pression sur les actionnaires est typique d'une situation d'OPA et justifie l'application des règles protectrices de la section 5 de la LBVM.

Une procédure simplifiée de libération ne se justifie que si le respect du principe d'égalité de traitement est garanti. En matière de rachat de titres de participation, ce principe est concrétisé par l'art. 10 OOPA⁶² ainsi que par les principes énoncés aux sections II. 2 à II. 4 du présent rapport⁶³.

Proposition no 5: *La COPA propose de libérer d'avance les rachats de l'application des règles sur les OPA lorsque leur réalisation n'est pas susceptible d'affecter le contrôle de l'émetteur de façon notable et lorsque l'égalité de traitement des détenteurs de titres de participation est garantie.*

⁶² La Communication no 1 ne renvoie pas explicitement à l'art. 10 OOPA. Les rachats publiés depuis l'entrée en vigueur de la LBVM ont néanmoins satisfait aux exigences de cette disposition. Ils ont ainsi porté sur toutes les catégories de titres cotés des émetteurs (voir les offres de *SMH* [23 février 1998], *Schindler* [13 octobre 1998] et *Jelmoli* [26 octobre 1998]). Lorsque l'offre a été faite à un prix fixe, le prix a été calculé selon les mêmes critères pour les différentes catégories de titres (voir l'offre de *Metallwaren-Holding* [28 juin 1999]). En outre, les offres à prix fixe ont prévu un traitement proportionnel des acceptations (voir les offres d'*Ems-Chemie* [6 mai 1998], *Rieter* [3 février 1999] et *Metallwaren* [28 juin 1999]).

⁶³ Voir les propositions 2, 3 et 4, pages 12, 20 et 27.

Des rachats sont présumés ne pas affecter le contrôle de l'émetteur de façon notable si:

- l'émetteur envisage d'acquérir moins de 10% de son capital ou de ses voix;*
- la participation de l'un des actionnaires ou groupe d'actionnaires de l'émetteur qui dispose de plus de 33⅓% mais de moins de 50% des droits de vote lors de l'annonce du programme progressive, une fois les titres rachetés annulés, de moins de 2% des droits de vote, et si*
- la réalisation du rachat ne peut pas conduire à la décotation des titres concernés.*

Le principe d'égalité de traitement est présumé respecté si:

- le rachat porte sur toutes les catégories de titres de participation cotées de l'émetteur (art. 10 al. 2 OOPA);*
- des mesures sont prises pour remédier aux situations d'asymétrie dans l'information (voir la proposition no 2 ci-dessus). En outre,*
- si le rachat est fait à un prix fixe:*
 - ♦ l'émetteur veille à ce qu'un rapport raisonnable existe entre les prix offerts pour les différentes catégories de titres (art. 10 al. 4 OOPA);*
 - ♦ l'émetteur traite les acceptations proportionnellement si ces dernières ne peuvent pas toutes être satisfaites (art. 10 al. 4 OOPA in fine);*
 - ♦ si l'émetteur acquiert des titres de participation à un prix supérieur à celui de l'offre, ce prix est étendu à tous les destinataires de cette dernière (art. 10 al. 6 OOPA).*
- si le rachat est fait aux conditions du marché:*
 - ♦ les rachats sont réalisés de façon à ce que leur influence sur le cours des titres de participation concernés soit limitée (voir la proposition no 3 ci-dessus);*
 - ♦ si les rachats sont réalisés par l'intermédiaire d'une ligne de négoce spéciale, l'écart séparant cette ligne de la ligne de négoce ordinaire ne dépasse pas un seuil de 4% ou un autre seuil permettant de garantir l'égalité de traitement entre les actionnaires privés et institutionnels (voir la proposition no 4 ci-dessus).*

III. **Modification de la réglementation en vigueur**

Sur la base des constatations faites ci-dessus, la COPA propose d'apporter certaines modifications à la réglementation en vigueur.

1. Obligation d'annoncer les rachats

Pour assurer un traitement cohérent des différentes formes de rachats d'actions, la COPA propose que les émetteurs soient soumis à l'obligation de rendre publique toute décision d'acquérir des titres de participation propres représentant plus de 2% de leur capital ou de leurs droits de vote⁶⁴. La COPA estime que le droit des OPA ne permet pas d'imposer une telle obligation. Cette réglementation tend avant tout à garantir la liberté de décision et l'égalité de traitement des destinataires d'une offre publique. A l'exception des règles sur l'offre obligatoire, elle ne permet pas de déterminer *dans quelles circonstances* une offre doit être publiée. Seule la réglementation boursière peut imposer une obligation d'annonce. Or les rachats d'actions faits en bourse entrent dans le champ d'application de cette réglementation. Ces opérations relèvent de la surveillance de la formation des cours, ainsi que de la prévention des manipulations et des opérations d'initiés. Elles entrent donc dans le domaine de l'auto-réglementation des bourses au sens des art. 4 et 6 LBVM et constituent un complément logique des règles sur la publicité événementielle. Il serait donc opportun que les bourses et les organisations analogues complètent leurs règles sur la publicité événementielle en prévoyant une obligation des émetteurs d'annoncer leur décision d'acquérir des titres de participation propres représentant plus de 2% de leur capital ou de leurs droits de vote.

2. Libération anticipée de certains rachats

La COPA propose également de libérer de façon anticipée de l'application des règles sur les OPA les rachats remplissant les conditions mentionnées à la section II.5 ci-dessus. Pour ces transactions,

⁶⁴ Voir la proposition no 1 ci-dessus, page 10.

la procédure d'autorisation qui prévaut actuellement⁶⁵ pourrait être remplacée par une procédure d'annonce. Les rachats devraient être annoncés à la COPA et pourraient commencer sans qu'une recommandation ad hoc doive être émise. La COPA pourrait néanmoins entamer une procédure si elle estimait que l'opération envisagée affecte le contrôle de l'émetteur ou viole le principe d'égalité de traitement.

3. Adaptation de la réglementation des bourses et des organisations analogues

La COPA considère que plusieurs des mesures proposées dans ce rapport relèvent davantage de l'auto-réglementation boursière que du droit des OPA. Les mesures destinées à remédier aux situations d'asymétrie dans l'information (proposition no 2 ci-dessus), à limiter l'influence des rachats sur le cours des titres de participation concernés (proposition no 3 ci-dessus) et à limiter l'écart entre les différentes lignes de négoce d'une même valeur (proposition no 4 ci-dessus) relèvent de la surveillance du marché au sens de l'art. 6 LBVM. Il semblerait donc opportun qu'elles soient intégrées aux règlements des bourses et des organisations analogues. Une telle intégration se justifierait également d'un point de vue pratique. La COPA ne dispose d'aucun moyen de sanction en cas de violation des conditions posées à la libération anticipée d'un rachat. Elle ne peut que constater l'assujettissement de l'opération aux règles sur les OPA et recommander à l'émetteur de se conformer à ces dernières, puis transmettre le dossier à la CFB si sa recommandation n'est pas suivie⁶⁶. Une telle mesure pourrait être disproportionnée en présence de manquements mineurs⁶⁷. Une intervention des bourses serait plus adéquate, ces dernières pouvant imposer des sanctions mieux adap-

⁶⁵ En pratique, la Bourse suisse subordonne la mise en service d'une seconde ligne de négoce à la remise d'une copie de la recommandation de la COPA.

⁶⁶ Art. 5 al. 3 OOPA.

⁶⁷ Par exemple, tel pourrait être le cas si le volume quotidien des rachats de l'émetteur dépassait brièvement la limite de 25% du volume quotidien moyen du titre ou si les prix payés sur la seconde ligne de négoce dépassaient occasionnellement le seuil de 4%.

tées⁶⁸. Une intervention des bourses et des organisations analogues dans le domaine des rachats d'actions permettrait une mise en œuvre appropriée des mesures proposées dans ce rapport. Elle contribuerait ainsi à garantir que les rachats de titres de participation soient réalisés de façon transparente et dans le respect du principe d'égalité de traitement.

Zurich, le 6 octobre 1999

Commission des OPA

Hans Caspar von der Crone
Président

Jacques Iffland
Conseiller juridique

⁶⁸ Voir par exemple l'art. 82 du Règlement de cotation de la Bourse suisse.

Résumé des propositions contenues dans le présent rapport

Proposition no 1: *La COPA propose que les émetteurs soient soumis à l'obligation:*

- *de rendre publique toute décision d'acquérir des titres de participation propres représentant plus de 2% de leur capital ou de leurs droits de vote;*
- *de renseigner le marché de façon régulière sur l'état d'avancement de leur programme de rachat.*

Proposition no 2: *La COPA propose que des rachats ne soient pas décidés et que les programmes de rachat faits aux prix du marché soient interrompus:*

- *lorsque l'annonce de faits susceptibles d'influencer le cours est reportée, conformément aux règles sur la publicité événementielle autorisant les émetteurs à différer l'annonce d'une information susceptible d'influencer le cours;*
- *lorsque les derniers comptes consolidés publiés ont été arrêtés à une date qui remonte à plus de neuf mois;*
- *pendant la période précédant immédiatement la publication des résultats annuels ou des résultats intermédiaires de l'émetteur.*

Une interruption du négoce en actions propres effectué dans le cadre de l'activité ordinaire de l'émetteur ne devrait pas être nécessaire lorsque l'organisation de ce dernier permet de garantir que les personnes chargées de la réalisation de ces transactions ignorent les faits dont l'annonce est différée ou les résultats non publiés de l'émetteur («chinese walls»).

Proposition no 3: *La COPA propose que des mesures soient prises pour limiter l'influence des rachats de titres de participation sur le cours des valeurs concernées. A ce titre:*

- *Les émetteurs ne devraient pas être autorisés à racheter des titres de participation représentant plus de 25% du volume moyen quotidien réalisé sur le marché du titre concerné au cours des 30 derniers jours de bourse. Les achats de blocs de titres ne devraient pas être affectés par cette mesure, à condition que ces transactions soient faites à un prix ne dépassant pas le dernier prix payé ou le dernier cours offert par une personne indépendante de l'offrant.*
- *Des ordres de rachat ne devraient pas être introduits pendant les enchères d'ouverture ou de clôture du marché ou pendant les enchères suivant un «stop trading».*

Proposition no 4: *La COPA propose qu'une limite maximale soit fixée à l'écart pouvant séparer la première de la seconde ligne de négoce. Compte tenu de la situation actuelle du marché, cette limite pourrait être fixée à 4%.*

Proposition no 5: *La COPA propose de libérer d'avance les rachats de l'application des règles sur les OPA lorsque leur réalisation n'est pas susceptible d'affecter le contrôle de l'émetteur de façon notable et lorsque l'égalité de traitement des détenteurs de titres de participation est garantie.*

Des rachats sont présumés ne pas affecter le contrôle de l'émetteur de façon notable si:

- *l'émetteur envisage d'acquérir moins de 10% de son capital ou de ses voix;*
- *la participation de l'un des actionnaires ou groupe d'actionnaires de l'émetteur qui dispose de plus de 33 $\frac{1}{3}$ % mais de moins de 50% des droits de vote lors de l'annonce du programme progressive, une fois les titres rachetés annulés, de moins de 2% des droits de vote, et si*
- *la réalisation du rachat ne peut pas conduire à la décotation des titres concernés.*

Le principe d'égalité de traitement est présumé respecté si:

- *le rachat porte sur toutes les catégories de titres de participation cotées de l'émetteur (art. 10 al. 2 OOPA);*
- *des mesures sont prises pour remédier aux situations d'asymétrie dans l'information (voir la proposition no 2 ci-dessus). En outre,*
- *si le rachat est fait à un prix fixe:*
 - ◆ *l'émetteur veille à ce qu'un rapport raisonnable existe entre les prix offerts pour les différentes catégories de titres (art. 10 al. 4 OOPA);*
 - ◆ *l'émetteur traite les acceptations proportionnellement si ces dernières ne peuvent pas toutes être satisfaites (art. 10 al. 4 OOPA in fine);*
 - ◆ *si l'émetteur acquiert des titres de participation à un prix supérieur à celui de l'offre, ce prix est étendu à tous les destinataires de cette dernière (art. 10 al. 6 OOPA).*
- *si le rachat est fait aux conditions du marché:*
 - ◆ *les rachats sont réalisés de façon à ce que leur influence sur le cours des titres de participation concernés soit limitée (voir la proposition no 3 ci-dessus);*
 - ◆ *si les rachats sont réalisés par l'intermédiaire d'une ligne de négoce spéciale, l'écart séparant cette ligne de la ligne de négoce ordinaire ne dépasse pas un seuil de 4% ou un autre seuil permettant de garantir l'égalité de traitement entre les actionnaires privés et institutionnels (voir la proposition no 4 ci-dessus).*

Liste des annexes

- Annexe 1: SWX Mitteilung Nr. 60/97 – Regelung bezüglich Rückkäufe von eigenen Aktien mit anschließender Kapitalherabsetzung
- Annexe 2: Communication No 1 de la Commission des OPA: Le rachat d'actions propres, du 22 juin 1998
- Annexe 3: Rule 10b-18 de la SEC – Purchase of Certain Equity Securities by the Issuer and Others
- Annexe 4: The Listing Rules – Chapter 15 (Purchase of own securities) and Appendix to Chapter 16 (The Model Code)
- Annexe 5: Règlement No 98-02 de la COB relatif à l'information à diffuser à l'occasion de programmes de rachats de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé
- Annexe 6: Règlement No 98-03 de la COB relatif aux interventions des émetteurs sur leurs propres titres
- Annexe 7: Schreiben des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel an die Vorstände der börsennotierten Aktiengesellschaften vom 28. Juni 1999
- Annexe 8: Circulaire no 5 du 19 août 1999 de l'Administration fédérale des contributions – Réforme 1997 de l'imposition des sociétés – Nouvelle réglementation de l'acquisition des propres droits de participation