



Eidgenössische Bankenkommision
Commission fédérale des banques
Commissione federale delle banche
Swiss Federal Banking Commission

**Ordonnance
de l'Autorité fédérale de surveillance
des marchés financiers sur
les bourses et le commerce des valeurs mobilières
(Ordonnance de la FINMA sur les bourses; OBVM-FINMA)**

au 1^{er} janvier 2009

**Rapport explicatif
en vue de l'audition de juin / juillet 2008**

Berne, juin 2008



Table des matières

Aperçu	3
1 Introduction	4
1.1 Réorganisation de la surveillance des marchés financiers	4
1.2 Révision de l'OBVM-CFB.....	5
1.3 ... et changement de nom	5
1.4 Audition des offices et des milieux intéressés	6
2 Aperçu des explications.....	6
3 Adaptations matérielles	7
3.1 Article 8a «Calcul des délais».....	7
3.2 Article 10 «Naissance et calcul»	8
3.2.1 Alinéa 1	8
3.2.2 Alinéa 1 ^{bis}	8
3.3 Article 12 «Prêts de titres et opérations analogues»	8
3.3.1 Situation initiale.....	8
3.3.2 Alinéa 1 (opérations soumises à l'obligation de déclarer)	9
3.3.3 Alinéa 2 (partie contractante tenue de déclarer)	10
3.3.4 Alinéa 3 (issue du contrat)	10
3.3.5 Alinéa 4 (dérogations spéciales pour les opérations de mise et de prise en pension)	10
3.3.6 Article 17 alinéa 1 lettre g (contenu de la déclaration)	11
3.3.7 Régime transitoire pour l'art. 12 OBVM-FINMA	12
3.4 Article 13 «Instruments financiers»	12
3.4.1 Situation initiale.....	12
3.4.2 Alinéa 1 (options «classiques»)	12
3.4.3 Alinéas 1 ^{bis} et 1 ^{ter} (abrogés).....	12
3.4.4 Alinéa 2 (obligation générale de déclarer applicable aux autres instruments financiers)	12
3.4.5 Alinéa 3 (seuil d'exemption).....	13
3.4.6 Alinéa 4 (obligation de déclarer en vue d'une offre publique d'acquisition).....	13
3.4.7 Régime transitoire pour l'art. 13 OBVM-FINMA	15
3.5 Article 14 «Autres obligations de déclarer»	15
3.5.1 Alinéa 1 lettre e	15
3.5.2 Alinéa 1 ^{bis}	16
3.5.3 Alinéa 2	16
4 Dispositions finales	16
4.1 Remplacement de l'OBVM-CFB par l'OBVM-FINMA	16
4.2 Dispositions transitoires	16
4.2.1 Principe.....	16
4.2.2 Exception	17



Aperçu

Le Parlement a adopté le 22 juin 2007 la loi fédérale sur la surveillance des marchés financiers (LFinma), engageant ainsi une vaste restructuration de la surveillance des marchés financiers en Suisse. Il s'agit pour l'essentiel de regrouper diverses autorités au sein de la FINMA. Cette nouvelle autorité de surveillance entrera officiellement en fonction le 1^{er} janvier 2009, date d'entrée en vigueur de la LFinma dans son intégralité.

Après la mise en application des dernières révisions partielles aux 1^{er} juillet 2007 et 1^{er} décembre 2007, il s'agit désormais de procéder à des amendements complémentaires de l'ordonnance de la CFB sur les bourses (OBVM-CFB) en vue de réorganiser les instances concernées pour le 1^{er} janvier 2009. Ces modifications sont, pour certaines, une conséquence directe de la nouvelle LFinma (réorganisation des instances), pour d'autres, la concrétisation de projets de révision relatifs au renforcement du droit régissant la publicité des participations, en suspens depuis 2007, et, pour d'autres enfin, la résultante de diverses expériences pratiques en la matière.

Outre de simples adaptations rédactionnelles qui concerneront de nombreux articles, il est proposé notamment de modifier ou d'introduire, dans l'OBVM-CFB, les dispositions suivantes:

- art. 8 (Rapport de révision relatif aux négociants, *abrogé*)
- art. 8a (Calcul des délais, *nouveau*)
- art. 10 (Naissance et calcul)
- art. 12 (Prêts de titres et opérations analogues)
- art. 13 (Instruments financiers)
- art. 14 (Autres obligations de déclarer)
- art. 17 (Contenu de la déclaration)
- art. 18 (Délais)
- art. 19 (Publication)
- art. 22 (Instance pour la publicité des participations)
- art. 22a (Procédure, *nouveau*)
- art. 32 (Offre obligatoire et conditions)
- art. 33 (Dérogations générales)
- art. 35 (Procédure, *abrogé*)
- art. 39 (Règlement du prix de l'offre)
- art. 43a (Collaboration, *nouveau*)
- art. 44 – 47 (Dispositions finales, *abrogés*)
- art. 48 – 50 (Dispositions finales, *nouveaux*)

A l'issue de l'audition concernant le projet et de son analyse, et lorsque le texte définitif aura été finalisé, il sera procédé à une *renumérotation* complète de l'OBVM-CFB; cette dernière s'intitulera *OBVM-FINMA* dès que la nouvelle autorité aura été mise en place.



1 Introduction

1.1 Réorganisation de la surveillance des marchés financiers

Adoptée par le Parlement le 22 juin 2007, la loi fédérale sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (loi sur la surveillance des marchés financiers, LFinma) entrera en vigueur dans son intégralité le 1^{er} janvier 2009¹. Elle prévoit au premier chef le regroupement de la Commission fédérale des banques (CFB), de l'Office fédéral des assurances privées (OFAP) et de l'Autorité de contrôle en matière de lutte contre le blanchiment d'argent (AdC LBA) au sein d'une instance autonome de droit public, l'«Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA)».

Par ailleurs, la LFinma remanie l'organisation des instances compétentes en matière d'offres publiques d'acquisition. Ceci s'imposait d'autant plus que la révision de l'organisation judiciaire fédérale, intervenue au 1^{er} janvier 2007, a créé avec le Tribunal administratif fédéral un quatrième niveau de juridiction dans ce domaine. L'épuisement de toutes les voies de recours pourrait avoir pour effet de bloquer des rachats d'entreprises, voire de les faire échouer.

En redéfinissant les compétences des instances impliquées (la CFB/FINMA ainsi que la Commission des offres publiques d'acquisition [COPA]), la LFinma remédie à ce problème. Elle rétablit ainsi un système juridictionnel à trois niveaux, cadré dans le temps, où la COPA devient une commission à pouvoir décisionnel au sens de l'art. 6 al. 1 let. e de l'ordonnance sur l'organisation du gouvernement et de l'administration².

Désormais, les décisions de la COPA pourront, dans un délai de cinq jours de bourse, faire l'objet d'un recours devant la FINMA. Les décisions de cette dernière seront elles-mêmes susceptibles de recours, dans les dix jours, devant le Tribunal administratif fédéral statuant en troisième et dernière instance. Un recours devant le Tribunal fédéral n'est plus possible (cf. le nouvel art. 83 let. u de la loi sur le Tribunal fédéral³, introduit à la suite de la LFinma), car une deuxième décision judiciaire ne permettrait pas d'atteindre l'objectif d'une durée de procédure réduite – idéalement – à quelques semaines.

Autre mesure importante en vue d'accélérer les procédures administratives: toute suspension des délais pour les procédures intentées devant la COPA et la FINMA, future instance de recours, est expressément exclue.

¹ En date du 16 janvier 2008, le Conseil fédéral a décidé que la LFinma entrerait partiellement en vigueur, par anticipation, le 1^{er} février 2008. Cette décision confère à la FINMA sa personnalité juridique, qui lui permet de prendre en régie propre toutes les mesures indispensables à la constitution de la nouvelle autorité de surveillance des marchés financiers.

² Ordonnance sur l'organisation du gouvernement et de l'administration du 25 novembre 1998 (OLOGA; RS 172.010.1).

³ Loi sur le Tribunal fédéral du 17 juin 2005 (LTF; RS 173.110).



1.2 Révision de l'OBVM-CFB...

Dans le cadre de cette réorganisation des instances, l'ordonnance de la Commission fédérale des banques du 25 juin 1997 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (ordonnance de la CFB sur les bourses; OBVM-CFB; RS 954.193) ainsi que l'ordonnance de la Commission des offres publiques d'acquisition du 21 juillet 1997 sur les offres publiques d'acquisition (ordonnance sur les OPA; OOPA; RS 954.195.1; cf. projet séparé) doivent être adaptées à la nouvelle donne.

Ceci se traduit d'une part par de multiples modifications purement rédactionnelles dues à l'intégration de la CFB au sein de la FINMA. D'autre part, en raison de la nouvelle répartition des compétences entre la COPA et la FINMA, les changements matériels de plus grande portée s'avèrent nombreux également. La révision entreprise entend en outre répondre à diverses préoccupations résultant de la pratique.

Enfin, elle vise à mettre en application les réformes relatives au renforcement du droit régissant la publicité des participations, qui datent de 2007 et avaient été ajournées. A la suite de prises de position particulièrement contrastées, il avait ainsi été décidé de soumettre à une analyse approfondie les projets de modification des art. 12 («Prêts de titres et opérations analogues») et 13 («Instruments financiers»). Le groupe de travail réunissant des représentants des milieux intéressés a été réactivé à cet effet au printemps 2008 et ses conclusions ont été intégrées dans le présent projet (cf. paragraphes 3.3 et 3.4).

1.3 ... et changement de nom

Depuis sa première version en 1997, l'OBVM-CFB a déjà connu de nombreuses révisions partielles qui ont laissé des traces sensibles d'un point de vue formel. Les deux dernières en particulier, entrées en vigueur aux 1^{er} juillet 2007 et 1^{er} décembre 2007, ont induit un certain nombre de lacunes sans véritablement fournir de clarifications utiles. Comme le montrent les développements ci-dessus, la «révision partielle» en débat est d'une portée considérable et conduit à son tour à modifier quantité de dispositions de l'ordonnance.

Comme, avec l'intégration de la CFB au sein de la FINMA, le titre du texte devra de toute façon être adapté pour tenir compte du nouveau nom de l'autorité de surveillance (cf. chiffre 2 ci-après), la date du 1^{er} janvier 2009 est toute indiquée pour l'entrée en vigueur d'une révision totale. Grâce au nouvel intitulé de l'ordonnance (ordonnance de la FINMA sur les bourses) et à sa nouvelle abréviation (OBVM-FINMA), ni les destinataires de la loi ni le grand public ne risqueront de la confondre avec les normes en vigueur, d'autant plus qu'elle aura été entièrement renumérotée. En outre, la *table de concordance* qui sera élaborée et annexée au texte permettra aisément d'en avoir un aperçu.



Il semble toutefois judicieux d'attendre la version définitive du texte, après l'analyse de l'audition, pour mettre en place la nouvelle numérotation. C'est pourquoi, tant dans le cadre des travaux préparatoires au présent projet d'OBVM-FINMA que pour l'audition, la logique existante a été conservée et on s'en est tenu à la numérotation et aux intitulés des articles de l'OBVM-CFB. La version définitive de l'OBVM-FINMA sera ensuite «systématisée» dans sa présentation, ce qui devrait la rendre un peu plus pratique dans son application.

1.4 Audition des offices et des milieux intéressés

Un synopsis a été établi en vue de l'audition et afin de présenter clairement le droit en vigueur ainsi que ses modifications dans le cadre du passage à l'OBVM-FINMA au 1^{er} janvier 2009.

L'audition relative au projet d'OBVM-FINMA dure six semaines, de fin juin jusqu' au lundi 4 août 2008.

Les offices concernés et les milieux intéressés sont cordialement invités à examiner nos suggestions d'un œil constructif et critique. Pour nous permettre d'analyser rapidement et efficacement d'éventuelles propositions modifiant ou complétant notre projet, nous vous prions de bien vouloir nous les soumettre en version électronique pour début août 2008 au plus tard, sous forme de textes dûment rédigés joints à un courriel.

2 Aperçu des explications

Les modifications rédactionnelles de pure forme et les modifications matérielles d'une portée limitée sont expliquées dans la colonne «Commentaire» du synopsis, en face de l'article concerné. Elles sont indiquées en **rouge**. Explicites en elles-mêmes, elles ne requièrent aucun complément d'information.

Ainsi par exemple, en vertu de la LFinma, les termes «autorité de surveillance» et «Commission des banques» sont à remplacer dans la loi sur les bourses par le terme «FINMA», et «organes de révision» par «sociétés d'audit». Il faudra procéder aux mêmes changements dans la nouvelle OBVM-FINMA, qui sera la nouvelle ordonnance d'exécution, et ajuster la grammaire en conséquence.

Toutes les autres modifications nécessitant des explications plus détaillées sont commentées une par une ci-après, les propositions concernant les art. 12 («Prêts de titres») et 13 («Instruments financiers») de l'OBVM-FINMA étant toutefois traitées séparément aux paragraphes 3.3 et 3.4. Quant au paragraphe 4, il donne des précisions sur les nouvelles dispositions finales (art. 48 – 50 OBVM-FINMA).



3 Adaptations matérielles

3.1 Article 8a «Calcul des délais»

Bien qu'en matière de calcul des délais, les règles généralement applicables en droit administratif valent aussi en droit boursier, on a souvent été confronté par le passé, y compris dans les milieux spécialisés, à un manque de clarté. Les délais calculés en jours de bourse, notamment, étaient souvent source d'incertitude chez les destinataires de la loi, qui hésitaient à inclure le jour du fait déclencheur dans le calcul.

Dans un souci de clarification, il est donc prévu d'inclure explicitement dans l'OBVM-FINMA les règles tacites qui prévalent actuellement en la matière. Ces principes étant appelés à s'appliquer dans l'ensemble des domaines de la publicité des participations et des offres publiques d'acquisition, il apparaît judicieux de faire figurer systématiquement la nouvelle disposition (art. 8a OBVM-FINMA dans le projet) en tête des deux chapitres «Publicité des participations» et «Obligation de présenter une offre». Les règles correspondantes seront dès lors aussi applicables, notamment, aux délais calculés dans le cadre de l'OOPA⁴.

La formulation privilégiée dans le projet, quoique succincte, nous semble claire, de sorte qu'elle n'appelle pas d'autres commentaires. A noter simplement qu'en vertu de l'art. 33b al. 4 de la loi sur les bourses révisée au regard de la LFinma, les dispositions légales relatives à la *suspension des délais* ne sont applicables ni aux recours devant la COPA, ni à ceux devant la FINMA (cf. nouvel art. 33c al. 3 LBVM révisée).

A titre de *base de discussion* peut être proposée la formulation alternative suivante:

Chapitre 2a: calcul des délais

Art. 8a

(art. 20 al. 5 LBVM)

¹ Lorsqu'un délai se calcule en jours de bourse, il commence à courir le premier jour de bourse suivant le fait déclencheur.

² Lorsqu'un délai se calcule en semaines, il prend fin le jour anniversaire du fait déclencheur dans la dernière semaine du délai ou, si ce n'est pas un jour de bourse, le jour de bourse suivant.

³ Lorsqu'un délai se calcule en mois, il prend fin à la date anniversaire du fait déclencheur dans le dernier mois du délai ou, si cette date n'existe pas, le dernier jour du mois. Si cette date ne correspond pas à un jour de bourse, il prend fin le jour de bourse suivant.

⁴ On entend par «jours de bourse» les jours où les fonctionnalités de la bourse concernée sont disponibles en Suisse pour le négoce en bourse et hors bourse.

Cette version est plus détaillée et, dans sa formulation, elle est un peu plus lourde. Cependant, si les délais hebdomadaires couraient toujours du lundi au lundi ou du mardi au mardi, et les délais mensuels du 15 février au 15 mars ou du 19 octobre au 19 novembre (nonobstant le fait que le mois concerné compte 28, 29, 30 ou 31 jours

⁴ (Nouvelle) ordonnance de la Commission des offres publiques d'acquisition du [●] 2008 sur les offres publiques d'acquisition; OOPA; RS [●].



civils), le calcul des délais stipulés en semaines et en mois s'en trouverait certainement simplifié.

3.2 Article 10 «Naissance et calcul»

3.2.1 Alinéa 1

En vertu du droit en vigueur, la date à laquelle naît l'obligation de déclarer se détermine déjà en fonction de l'acte générateur d'obligation. La nouvelle formulation ne fait donc que codifier, afin de la préciser et de la clarifier, la pratique actuelle des Instances pour la publication des participations (IPP) ainsi que celle de l'autorité de surveillance.

Soulignons à cet égard que l'exemption de l'obligation de déclarer applicable aux opérations intra-journalières ne concerne que les opérations traitées sous trois jours maximum.

Quant aux actes juridiques conditionnels, ils restent eux aussi soumis à l'obligation de déclarer.

3.2.2 Alinéa 1^{bis}

Jusqu'ici, la pratique des Instances pour la publicité des participations voulait que, pour la société, le délai de quatre jours pour déclarer les titres de participation détenus commençait à courir à compter de l'inscription au livre-journal du Registre du commerce tandis que, pour les autres actionnaires, l'obligation de déclarer ne naissait qu'avec la publication correspondante dans la FOCS. Désormais, il est proposé une règle uniforme.

En effet, dans la pratique, le fait que la société et les autres actionnaires soient soumis à des règles différentes est régulièrement source de confusion et de problèmes. Il apparaît toutefois peu judicieux de faire courir systématiquement le délai à compter de l'inscription au livre-journal car les actionnaires, contrairement à la société, sont de fait dans l'impossibilité de satisfaire dans les délais à leur obligation de déclarer si le délai de quatre jours commence à courir dès l'inscription au livre-journal.

3.3 Article 12 «Prêts de titres et opérations analogues»

3.3.1 Situation initiale

Les modifications de l'ordonnance entrées en vigueur le 1^{er} décembre 2007 ayant suscité des prises de position contrastées, la révision de l'actuel art. 12 OBVM-CFB a été ajournée afin de pouvoir procéder à une analyse approfondie. A cet effet, le groupe de travail réunissant des représentants des milieux intéressés a été réactivé. Mais les fondamentaux restaient: validation de l'obligation de déclarer (que l'investisseur «soit habilité à faire usage [de ses droits de vote] ou pas»), pas de limitation de l'obligation de déclarer à une intention d'exercer ses droits de vote, limitation des cas d'absence de déclaration, et enfin pas de participations occultes visant à contourner l'obligation de



déclarer. Lors de l'audition d'octobre 2007, d'importantes personnalités consultées se sont donc dites clairement favorables à ce que les prêts de titres et opérations analogues restent soumis à l'obligation de déclarer.

D'un autre côté, il convient de trouver des solutions applicables, et à un coût raisonnable. A cet effet, les nouvelles propositions visent notamment à éviter, d'une part, les déclarations peu pertinentes dans le domaine des opérations grand public et, d'autre part, l'élaboration de procédures inutiles en matière de contrôle du respect de l'obligation de déclarer.

La disposition correspondante doit toutefois rester simple et claire, elle ne saurait donc intégrer toutes les hypothèses qui se présentent dans la pratique. Tenter de relever le défi serait trop ambitieux, voire erroné. Le recours à des opérations de prêts de titres et opérations analogues dans le but de contourner l'obligation de déclarer, donc de mauvaise foi, pourra toujours être réprimé au titre de l'abus de droit. Si nécessaire, les situations spécifiques qui se présentent de façon répétée pourront être gérées dans le cadre d'une communication de l'Instance pour la publicité des participations.

3.3.2 Alinéa 1 (opérations soumises à l'obligation de déclarer)

Dans sa version en vigueur, parmi les opérations analogues à des prêts de titres, l'art. 12 OBVM-CFB ne cite explicitement que les opérations de mise et de prise en pension. Dans le nouvel art. 16a al. 1 let. b OBVM-CFB (allègements pour les banques et les négociants en valeurs mobilières), entré en vigueur le 1^{er} décembre 2007, les cessions à titre de garantie ont été assimilées à des opérations analogues à des prêts de titres, de sorte qu'elles doivent être déclarées. Il apparaît donc opportun de compléter les exemples énumérés à l'art. 12 OBVM-CFB en y ajoutant la cession à titre de garantie. La précision «avec transfert de propriété» vise à indiquer que les simples nantissements ne font naître aucune obligation de déclarer.

Par ailleurs, en faisant un cas particulier des prêts de titres, cessions à titre de garantie et opérations analogues et en ne soumettant les établissements financiers à une obligation de déclarer qu'à partir de 5% (et pour autant que le seuil de 10% n'est pas franchi), l'art. 16a al. 1 let. b OBVM-CFB susmentionné tient d'ores et déjà compte des allègements souhaités par le secteur financier pour ces opérations. L'exemption des opérations intra-journalières (intraday) prévue à l'art. 9 al. 4 OBVM-CFB constitue aussi un allègement non négligeable à cet égard.

Une opération de prêts de titres s'effectue souvent en vertu d'un contrat de base conclu entre le prêteur et l'emprunteur. Mais en général, ces contrats ne portent pas sur des titres de participation spécifiques: ils permettent de définir ultérieurement les titres qui feront l'objet du prêt. L'obligation de déclarer de l'emprunteur ne peut donc pas résulter de la conclusion du contrat de base, elle résulte de chacune des opérations conclues en vertu dudit contrat. Dès lors, il incombe à l'emprunteur de déclarer au cas par cas, dès lors qu'un seuil est atteint ou franchi, les transferts de titres de participation opérés en vertu du contrat de base.



3.3.3 Alinéa 2 (partie contractante tenue de déclarer)

Tant lors de l'audition que lors de la préparation du nouveau projet, une question centrale a été de savoir à quelle partie contractante les droits de vote devaient être attribués, et quelle était la partie tenue de déclarer. Les avis divergeaient et les solutions proposées se sont avérées contradictoires, incomplètes, ou trop compliquées dès lors qu'on s'efforçait de prévoir toutes les configurations possibles. On a évoqué en particulier l'hypothèse de soumettre par principe les deux parties à l'obligation de déclarer. Mais cette solution a été rejetée, notamment parce qu'une obligation de déclarer imposée au prêteur serait difficile à gérer en pratique pour les opérations grand public: le contrôle nécessiterait des moyens exorbitants. Ainsi, par exemple, tous les clients des banques (institutionnels et particuliers) qui prêtent des titres détenus en dépôt seraient concernés par l'obligation de déclarer. Or ces déclarations seraient peu pertinentes. La solution préconisée dans le projet consiste donc à soumettre à l'obligation de déclarer la partie contractante qui devient temporairement la propriétaire juridique des titres, c'est-à-dire celle qui détient les titres (cf. art. 12 al. 2 OBVM-FINMA).

Cette obligation de déclarer ne s'impose évidemment que lorsqu'un seuil est atteint ou franchi (compte tenu des autres positions détenues, le cas échéant, par la partie concernée). A contrario, la partie «cédante», c'est-à-dire le prêteur, le «vendeur Repo» ou le garant, bénéficie d'une exemption générale de l'obligation de déclarer. Economiquement, rien ne change pour elle, elle reste l'ayant droit économique des titres de participation temporairement cédés. Cette solution a pour conséquence que les titres concernés sont déclarés deux fois jusqu'au dénouement de l'opération de prêt, de la mise ou prise en pension ou de la cession à titre de garantie. Mais cette faille est le prix à payer pour plus de simplicité. Exempter la partie «cédante» empêche en outre que celle-ci puisse se constituer de façon occulte une participation importante. En effet, l'investisseur tenu de l'obligation de déclarer pourrait par exemple transférer des titres acquis précédemment à divers tiers (emprunteur, «acheteur Repo», preneur de garantie) et les déclarer comme «cédés», puis les récupérer tous en même temps et publier d'un coup, à la surprise des opérateurs, une participation substantielle. L'exemption permet donc de réduire nettement les risques de fraude. Autre conséquence pratique de cette solution: peu importe la partie contractante qui exerce en fin de compte les droits de vote pendant la durée du contrat, dans la mesure où les positions concernées sont déclarées par les deux parties.

3.3.4 Alinéa 3 (issue du contrat)

Il va de soi qu'à l'issue du contrat, lorsqu'un seuil est atteint ou franchi, la partie qui restitue les titres est tenue de faire une déclaration (art. 12 al. 3 OBVM-FINMA).

3.3.5 Alinéa 4 (dérogations spéciales pour les opérations de mise et de prise en pension)

Les opérations avec obligation de rachat permettent aux acteurs des marchés financiers de se procurer rapidement des liquidités, de sorte qu'elles sont un élément



de gestion important en la matière. En outre, les opérations de mise et de prise en pension qui ont la Banque nationale suisse (BNS) pour contrepartie permettent à cette dernière de gérer la masse monétaire. Dans ce cadre, la BNS n'effectue en principe pas d'opérations sur actions, mais on peut tout à fait imaginer qu'à l'avenir, au moins les «blue chips» soient concernées par des mises et des prises en pension. En Suisse, ces opérations sont exécutées presque exclusivement aujourd'hui par le biais de la plate-forme «Eurex Repo». La BNS, en particulier, y a recours systématiquement, mais les opérateurs peuvent aussi l'utiliser pour effectuer des opérations entre eux. La formule retenue pour cette règle dérogatoire tient donc compte à la fois de la situation actuelle et des perspectives d'évolution en ce domaine.

S'agissant des opérations de mise et de prise en pension, le transfert des droits de vote ne joue en général qu'un rôle secondaire. Les droits de propriété temporaires qu'elles confèrent sur des titres de participation sont donc indépendants de toute intention de constituer des positions ou d'exercer des droits dans les sociétés émettrices. En outre, la possibilité de transférer des droits de vote par ce biais est asymétrique: si le bénéficiaire du financement peut, par le choix des titres adossés à l'opération, décider à quels droits de vote il entend provisoirement renoncer, l'inverse, c'est-à-dire «l'achat de voix» par ce biais, est plutôt hypothétique, dans la mesure où le financeur n'a généralement aucune influence sur le portefeuille proposé. Enfin, pour que ces opérations de financement puissent s'effectuer efficacement, une grande discrétion est indispensable: les soumettre au régime de la publicité des participations serait contraire à cette exigence.

Au regard du but poursuivi par le droit régissant la publicité des participations, il apparaît donc peu opportun que les parties aux opérations de mise et de prise en pension soient soumises à l'obligation de déclarer, et la BNS devrait en être clairement exemptée. Il en va de même du négoce standardisé de produits Repo par le biais de plates-formes électroniques. Pour toutes ces raisons, il est judicieux que les opérations standardisées de mise et de prise en pension soient exemptées de l'obligation de déclarer et de publier, sous réserve bien entendu d'actes frauduleux (qui se manifestent au plus tard lorsque l'investisseur entend exercer directement son droit de vote ou lorsque celui-ci sert à faire pression). Les opérations de mise et de prise en pension qui ont la BNS pour contrepartie ou qui sont effectuées de façon normalisée par le biais de plates-formes électroniques de négoce doivent donc être exemptées de l'obligation de déclarer (art. 12 al. 4 OBVM-FINMA).

3.3.6 Article 17 alinéa 1 lettre g (contenu de la déclaration)

Codifier des exigences précises quant au contenu de la déclaration concernant les opérations de prêts de titres et opérations analogues est de nature à répondre à d'éventuelles questions d'interprétation ou à remédier à un manque de clarté. Les informations relatives à la nature de l'opération devraient donc aller au-delà de celles stipulées à l'art. 17 al. 1 let. a^{bis} OBVM-CFB. A cet effet, il est proposé un art. 17 al. 1 let. g OBVM-FINMA, en vertu duquel doivent être données des indications supplémentaires: nature de l'acte juridique au sens de l'art. 12 OBVM-FINMA, type et quantité de titres de participation transférés, date prévue de restitution si elle a été fixée



ou modalités du choix à cet égard. Ceci résout diverses questions d'interprétation, qui avaient d'ailleurs été soulevées lors de l'audition d'octobre 2007.

3.3.7 Régime transitoire pour l'art. 12 OBVM-FINMA

Les dispositions finales du texte révisé (art. 49 OBVM-FINMA) doivent aussi prévoir un régime transitoire pour le passage aux nouvelles règles en matière de prêts de titres (cf. paragraphe 4, en particulier point 4.2.2.). Afin d'éviter des corrections et des déclarations de positions à l'entrée en vigueur de l'OBVM-FINMA, il est proposé que la déclaration en vertu des nouvelles règles ne doit être effectuée qu'à partir du moment où, par application desdites nouvelles règles, on se trouve dans une situation soumise à l'obligation de déclarer (c'est-à-dire, en règle générale, à partir du moment où un des seuils stipulés à l'art. 20 LBVM est atteint ou franchi).

3.4 Article 13 «Instruments financiers»

3.4.1 Situation initiale

Lors de l'audition d'octobre 2007, l'application des nouvelles prescriptions légales concernant les autres instruments financiers, et notamment leur utilisation en vue d'une offre publique d'acquisition, ont elles aussi été vivement critiqués. Les compléments et précisions à apporter à l'art. 13 OBVM-CFB ont donc dû être reportés, afin d'être soumis à une analyse approfondie, et le groupe de travail réactivé s'est lui aussi penché sur ces instruments financiers.

3.4.2 Alinéa 1 (options «classiques»)

Aux termes de la version révisée de l'art. 20, al. 1, 2 et 5 LBVM, l'obligation de déclarer s'applique désormais à *tous* les droits d'acquisition et d'aliénation, ainsi qu'aux droits de conversion. Ceci s'est traduit par l'entrée en vigueur, au 1^{er} décembre 2007, du nouvel art. 13 al. 1 OBVM-CFB. Il convient de s'en tenir là, il n'y a plus lieu de le modifier.

3.4.3 Alinéas 1^{bis} et 1^{ter} (abrogés)

Les alinéas 1^{bis} et 1^{ter} de l'art. 13 OBVM-FINMA sont à abroger. Cf. à cet égard les développements ci-après sous chiffres 3.4.4. ss (Obligation générale de déclarer applicable aux autres instruments financiers).

3.4.4 Alinéa 2 (obligation générale de déclarer applicable aux autres instruments financiers)

Outre ces droits d'acquisition et d'aliénation sous forme d'options «classiques», il existe d'autres instruments financiers qu'il convient de soumettre à une obligation générale de déclarer, qu'ils soient ou non acquis en vue d'une offre publique d'acquisition (cf. ci-après). C'est ainsi que dès le 1^{er} juillet 2007, l'obligation de déclarer a été étendue aux options qui ne prévoient pas d'exécution en nature. Economiquement, les «contracts for



difference» (CFD ou opérations d'arbitrage) s'en rapprochent. Les «equity swaps» au sens large présentent eux aussi des caractéristiques similaires à celles des droits de conversion. Enfin, les instruments financiers comme les paniers incorporant des droits sur un seul sous-jacent, ou sur un sous-jacent principal, ne sont pas éloignés de ceux énumérés à l'alinéa 1. Ainsi construits, ils confèrent indirectement et de façon parfois occulte des droits sur des sous-jacents qui, en tant que titres de participation, sont soumis à l'obligation de déclarer.

Leur proximité avec les options «classiques» justifie qu'on assujettisse ces instruments financiers à une obligation générale de déclarer (art. 13 al. 2 OBVM-FINMA). Outre les droits de conversion et d'acquisition au sens propre, d'autres dérivés courants sont ainsi inclus dans le champ d'application de l'obligation de déclarer au sens du droit régissant la publicité des participations. Une stricte limitation à l'alinéa 1 lettres a et b en vigueur signifierait que des instruments financiers courants (comme les «contracts for difference», les «equity swaps» ou les «single baskets» précités) ne seraient soumis à l'obligation de déclarer que s'ils sont acquis «en vue d'une offre publique d'acquisition». Or ceci ne correspond pas à la préoccupation majeure du législateur: une telle limitation restreindrait trop l'application de la disposition. Et peu importe à cet égard que le recours frauduleux à des instruments financiers de toute nature et structure aux fins de contourner l'obligation de déclarer en dehors d'une offre puisse toujours être qualifié d'abus de droit et sanctionné à ce titre.

3.4.5 Alinéa 3 (seuil d'exemption)

Dans la pratique, le seuil inférieur de 3%, et notamment l'obligation de déclarer les options prévoyant une exécution en nature, ont déclenché un flot de déclarations parfois très volumineuses, qui sont peu utiles et conduisent plutôt à une désinformation qu'à une plus grande transparence. Or s'il est certes important de soumettre à l'obligation de déclarer non seulement ces options, mais encore les autres instruments financiers susmentionnés, il convient aussi d'éviter d'être submergé et de ramener les déclarations dans des limites raisonnables: c'est la raison pour laquelle il est proposé de relever le seuil d'exemption à 5%, sous réserve toutefois que le total des autres droits de vote n'excède pas 10% (cf. art. 13 al. 3 OBVM-FINMA). Logiquement, et précisément pour limiter les déclarations inutiles, les options prévoyant une exécution en nature sont incluses dans cet allègement, de sorte que l'ancien alinéa 1^{bis} peut être abrogé. Malgré ces seuils d'exemption qui, nous l'avons dit, devraient endiguer le flot des déclarations, toute constitution de positions importantes n'en doit pas moins toujours faire l'objet d'une publicité en temps utile.

3.4.6 Alinéa 4 (obligation de déclarer en vue d'une offre publique d'acquisition)

En soumettant à l'obligation de déclarer, en vertu de l'alinéa 1, tous les droits d'acquisition et d'aliénation et, en vertu de l'alinéa 2, les autres instruments financiers courants, on ne saurait combler toutes les lacunes en la matière. Le législateur est parti du principe que les investisseurs développent d'autres stratégies, impliquant d'autres instruments financiers, pour se constituer en toute discrétion des participations importantes dans les sociétés cibles. Pour ce motif, le Parlement a complété l'art. 20 de



la loi sur les bourses en y insérant un nouvel alinéa 2^{bis}. Il y est stipulé que sont soumises à l'obligation de déclarer les transactions effectuées en vue d'une offre publique d'acquisition. Ce principe ancré dans la loi nécessite d'être clarifié dans l'ordonnance, afin d'identifier les transactions concernées. Il convient d'indiquer et de décrire plus précisément les tactiques frauduleuses visées. A cet égard, les points délicats au niveau de l'ordonnance résident dans la description des «autres instruments financiers», ainsi que dans les précisions à donner quant à la formulation «en vue d'une offre publique d'acquisition».

Les alinéas 1 et 2 précisent suffisamment les droits d'acquisition et d'aliénation ainsi que les «autres instruments financiers» concernés. En s'y référant dans un alinéa 4, on peut donc définir aisément et sans trop de lourdeur, par élimination, tous les instruments financiers non couverts par les alinéas 1 et 2. Ce mécanisme permet d'éviter une définition plus précise de la notion d'«autres instruments financiers». Dès lors, pour clarifier les choses une fois encore: les instruments financiers énumérés aux alinéas 1 et 2 doivent toujours être déclarés; tous les autres ne doivent être déclarés, en vertu de l'alinéa 4, que si l'opération les concernant est effectuée «en vue d'une offre publique d'acquisition». Signalés et redoutés lors de l'audition, les contradictions et les doublons concernant l'alinéa 1 sont ainsi écartés.

Il reste la focalisation, souhaitée par le législateur, sur la constitution de positions en vue d'une offre publique d'acquisition. En d'autres termes, toute tentative de préciser la notion est d'emblée vouée à l'échec, et devrait rester aussi inoffensive que la définition légale. Il apparaît difficile de trouver d'autres critères fiables qui permettent d'établir l'intention de lancer une offre publique d'acquisition. Et il apparaît plus difficile encore d'imposer a priori une obligation de déclarer sur la base d'une simple caractéristique subjective de l'investisseur, c'est-à-dire de prescrire que la déclaration ne doit être effectuée que lorsque l'investisseur cherche à faire une offre publique d'acquisition. Une intention subjective de prise de contrôle étant presque impossible à établir, il est justifié de définir des éléments objectifs qui permettent une prise de participation importante et laissent ainsi à penser que l'objectif pourrait être une prise de contrôle (argumentation analogue du Tribunal fédéral quant à l'administration de la preuve d'une intention de prise de contrôle en droit des offres publiques d'acquisition, ATF 139 II 530 consid. 6.5.7).

Il est donc proposé de procéder par présomption: dès lors que le seuil de 15% est atteint ou franchi, on considère que l'intention de lancer une offre publique d'acquisition est constituée. Ce seuil est conçu à part comme un seuil d'exemption pour les «autres instruments financiers»; ceux-ci ne sont soumis à l'obligation de déclarer et ne doivent être inclus dans le calcul de la position globale que s'ils confèrent à eux seuls des droits ou des droits d'expectative pour l'acquisition de titres de participation représentant plus de 15% des droits de vote. Dans ce cas, ils doivent en outre être déclarés séparément. Lorsqu'on recourt uniquement à ces «autres instruments financiers», un «nouveau» seuil minimum de 15% marque donc «l'intention de faire une offre publique d'acquisition». S'il existe d'autres positions, il convient de les additionner et de les inclure dans la déclaration, y compris si elles n'atteignaient pas 3% auparavant et n'étaient donc pas soumises à l'obligation de déclarer. En revanche, on peut faire valoir cumulativement les seuils d'exemption prévus aux alinéas 3 et 4, de sorte que le seuil



minimum déclencheur de l'obligation de déclarer est de 20% si l'on utilise à la fois des instruments financiers assimilables à des options au sens de l'alinéa 3 et des «autres instruments financiers» au sens de l'alinéa 4.

En proposant les termes de «droits ou droits d'expectative», on a sciemment privilégié des notions qui recouvrent toutes les structures possibles d'instruments conférant, de quelque manière que ce soit, des positions de fait ou des positions économiques pour l'acquisition de titres de participation. Enfin, on s'est volontairement limité à l'aspect «acquisition», car c'est le seul pertinent en vue d'une offre publique d'acquisition.

3.4.7 Régime transitoire pour l'art. 13 OBVM-FINMA

Les dispositions finales du texte révisé (cf. art. 49 OBVM-FINMA) doivent aussi déterminer, pour les règles modifiées applicables aux instruments financiers (cf. à cet égard paragraphe 4, notamment chiffre 4.2.1), quand une déclaration doit être effectuée pour la première fois en vertu de ces nouvelles règles si leur application donne lieu à une situation soumise à l'obligation de déclarer (c'est-à-dire, de façon générale, si un des seuils stipulés à l'art. 20 LBVM est atteint ou franchi). Il s'agit, là encore, d'éviter des corrections et des déclarations de positions à l'entrée en vigueur de l'OBVM-FINMA.

3.5 Article 14 «Autres obligations de déclarer»

3.5.1 Alinéa 1 lettre e

La lettre e vise à souligner que les opérations d'acquisition et/ou d'aliénation «classiques» ne sont pas les seules soumises à une obligation de publicité dans le cadre d'acquisitions. Cette règle vient donc compléter les dispositions existantes des art. 10 ss OBVM-CFB, qui présupposent un acte générateur d'obligation.

Les énumérations données (à titre d'exemples) dans des variantes antérieures, comme:

- variante 1:

«En cas d'acquisition de titres de participation dans le cadre d'une succession ou d'une dissolution du régime matrimonial, ou en vertu d'une décision judiciaire ou administrative.»

ou

- variante 2:

«En cas de transfert de titres de participation soumis à l'obligation de déclarer en vertu d'une décision judiciaire ou administrative ou en vertu de la loi, comme notamment dans le cadre d'un changement de régime matrimonial ou consécutivement à un partage matrimonial ou successoral.»

sont remplacées par une règle plus succincte.



Par ailleurs, une communication de l'Instance pour la publicité des participations précise à partir de quand le délai applicable à l'obligation de déclarer commence à courir, et quand cette obligation prend naissance.

3.5.2 Alinéa 1^{bis}

Dans un but de clarification, il est stipulé expressément que la double obligation de déclarer en vertu des art. 20 et 31 LBVM demeure inchangée. Afin d'améliorer la transparence pour les opérateurs, la déclaration doit faire état de l'offre d'acquisition en cours (cf. aussi à cet égard art. 17 al. 1 OBVM-FINMA).

3.5.3 Alinéa 2

Le nouvel alinéa 2 reprend la pratique de l'Instance pour la publicité des participations. Il définit les modifications à déclarer et publier sans qu'un seuil au sens de l'art. 20 LBVM soit atteint ou franchi à la hausse ou à la baisse. Ces déclarations et publications visent à améliorer la transparence.

4 Dispositions finales

4.1 Remplacement de l'OBVM-CFB par l'OBVM-FINMA

La nouvelle ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (ordonnance de la FINMA sur les bourses; OBVM-FINMA) doit entrer en vigueur en même temps que la nouvelle Autorité intégrée prendra ses fonctions, le 1^{er} janvier 2009 (art. 50 OBVM-FINMA). Elle remplacera alors l'ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (ordonnance de la CFB sur les bourses; OBVM-CFB), en vigueur depuis 1997 (art. 48 OBVM-FINMA).

4.2 Dispositions transitoires

4.2.1 Principe

L'art. 49 OBVM-FINMA assure la continuité nécessaire en stipulant expressément que les déclarations effectuées en vertu de l'ancien droit restent valables dans le cadre de la nouvelle ordonnance. Les positions déjà déclarées n'ont donc *en principe pas* à être déclarées une nouvelle fois.

Ce principe vaut également lorsque, depuis la dernière déclaration publiée:

- (i) des opérations actives effectuées par l'investisseur;
- (ii) des opérations passives effectuées par la société au sens de l'art. 14 al. 1 et 2 OBVM-FINMA;



- (iii) des changements de base de calcul résultant de (nouvelles) dispositions de la nouvelle ordonnance, comme par exemple les art. 12 et 13 ainsi que l'art. 14 let. e OBVM-FINMA;

ont entraîné des variations de positions par suite d'acquisition(s) et/ou d'aliénation(s) (cf. art. 10 al. 3 let. a et b OBVM-FINMA), mais sans qu'**aucun seuil soit atteint ou franchi!**

De même, les positions relevant de l'ancien droit n'ont pas à être déclarées une nouvelle fois lorsqu'en vertu de la nouvelle OBVM-FINMA, la personne assujettie à l'obligation de déclarer bénéficie d'*allègements* par rapport à l'ancien droit (comme par exemple en vertu de la nouvelle version de l'art. 13). La déclaration «plus stricte» que prévoyait l'ancien droit couvre ainsi l'obligation de déclarer «plus souple» que privilégie le nouveau. Bien entendu, dans tous ces cas, les personnes concernées restent libres de calculer leur(s) position(s) selon les nouvelles dispositions et d'effectuer une nouvelle déclaration. Ces «nouvelles» déclarations portant sur des positions anciennes seront en principe possibles à tout moment à compter du 1^{er} janvier 2009, date d'entrée en vigueur de l'OBVM-FINMA; toutefois, elles devront indiquer de façon transparente, à l'intention des opérateurs, les faits déclencheurs de l'obligation de déclarer au sens de l'art. 17 al. 1 let. a^{bis} OBVM-CFB.

Le fait que les personnes assujetties ne soient pas tenues de déclarer à nouveau leurs anciennes positions dans les cas susmentionnés permettra d'éviter un afflux inutile de déclarations.

4.2.2 Exception

Une (nouvelle) déclaration portant sur des positions anciennes ne sera donc nécessaire que dans les rares cas où le nouveau droit prescrit un mode de calcul plus strict (comme par exemple en vertu de la nouvelle version de l'art. 12) et où la personne assujettie, sur la base des nouveaux calculs effectués, atteint ou franchit un des seuils stipulés à l'art. 20 LBVM. Ainsi, s'il atteint ou franchit à la hausse ou à la baisse les seuils de 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 $\frac{1}{3}$, 50 ou 66 $\frac{2}{3}$ % des droits de vote, qu'il soit habilité à en faire usage ou pas, l'investisseur devra déclarer comme à l'accoutumée sa participation à la société et aux bourses où les titres sont cotés (art. 20 LBVM).

Une éventuelle obligation de déclarer au titre de la nouvelle ordonnance naîtra le 1^{er} janvier 2009, date d'entrée en vigueur du texte. La déclaration correspondante devra intervenir dans les délais stipulés à l'art. 18 OBVM-FINMA. Le calcul habituel en jours de bourse tient suffisamment compte des jours fériés correspondant aux fêtes de fin d'année.

* * * *