

25, Grand'Rue
CH-1211 Genève 11
Téléphone +41 (0)22 318 70 00
Fax +41 (0)22 318 70 01
email@lenzstaehelin.com
www.lenzstaehelin.com

CH-8027 Zurich
58, Bleicherweg
Téléphone +41 (0)1 204 12 12
Fax +41 (0)1 204 12 00

CH-1003 Lausanne
2, place St-François
Téléphone +41 (0)21 320 79 72
Fax +41 (0)21 312 97 45

CH-1701 Fribourg
35, rue de Romont
Téléphone +41 (0)26 347 16 30
Fax +41 (0)26 347 16 31

Par courrier électronique et ordinaire

Commission fédérale des banques
A l'att. de M. Pierre Besson
Bourses et Marchés
Case postale
3001 Berne

le 13 janvier 2004 9996.052/IFJ

**OBVM-CFB et OOPA / Propositions de révision / Procédure de consultation –
v. réf. 403.10**

Mesdames et Messieurs,

Nous avons pris connaissance avec intérêt des projets de révision des chapitres 3 à 5 de l'OBVM-CFB ainsi que de l'OOPA. Comme votre lettre circulaire du 17 octobre 2003 nous y invite, et dans le délai que vous avez bien voulu prolonger à cet effet, nous vous faisons part ci-dessous de nos commentaires à leur sujet.

I. CHAPITRE 3 OBVM-CFB: PUBLICITÉ DES PARTICIPATIONS

1. Droits d'option

La notion de "droit d'option" n'est pas définie de la même façon dans l'OBVM-CFB et dans l'OOPA. A l'art. 2 OOPA, "droit d'option" vise les "droits de conversion et d'acquisition" sur

Associés **Genève**: Jean-Paul Aeschmann • Richard Pease¹ • Olivier Mach • Caroline Deletra¹ • Dominique F. Rochat • Andreas von Planta
Benoît Chappuis • Prof. Henri Torrione • Shelby du Pasquier • Guy Vermeil • Paolo Michele Patocchi • Mark Barmes¹ • François Rayroux
Jean-Blaise Eckert • Daniel Tunik • Olivier Stahler • Andreas Rötheli • Xavier Favre-Bulle **Zurich**: Martin J. Lutz • Peter Max Gutzwiller
Robert Heberlein • Christoph Reinhardt • Rudolph Tschäni • Urs L. Baumgartner • Patrick Hünerwadel • Stefan Breitenstein • Matthias Oertle
Martin Burkhardt • Heini Rüdüsühli • Peter Hafner • Marcel Meinhardt • Patrick Schleiffer • Thierry Calame • Beat Kühni • Lukas Morscher
Lausanne: Gilles Favre
¹Solicitor (England & Wales)

des actions, bons de participation ou bons de jouissance. Dans l'OBVM-CFB, "droit d'option" vise également les droits d'aliénation (art. 9 al. 1 du projet). L'utilisation de cette même expression pour désigner des catégories de titres différentes risque d'être source d'incertitudes et de difficultés. Nous renvoyons sur ce point à nos commentaires relatifs à la réglementation sur les OPA (ch. II.1 et III.1 ci-dessous). A notre sens, le système actuel de l'OBVM-CFB (définition des principes régissant les actions aux art. 9 ss. et disposition particulière consacrée aux droits de conversion, d'acquisition et d'aliénation à l'art. 13) est préférable au système envisagé dans le projet.

2. Déclenchement de l'obligation d'annonce

La rédaction de l'art. 9 du projet nous semble être susceptible d'induire en erreur (même si nous reconnaissons qu'elle reprend celle de la loi). Elle suggère en effet que l'obligation d'annonce ne peut être déclenchée qu'"activement", c'est-à-dire par des acquisitions ou des aliénations de titres. Toutefois, d'autres dispositions (en particulier l'art. 14 lit. a OBVM-CFB et le nouvel art. 14 lit. d du projet) montrent que tel n'est en réalité pas le cas, et qu'une obligation d'annonce peut prendre naissance "passivement" (sans acquisition ou aliénation de titres), par exemple en cas d'augmentation ou de réduction de capital, ou en cas de transformation de bons de participation en actions.

Ce point nous semble être essentiel pour la bonne compréhension du système légal. En outre, il a un impact direct sur la systématique et la rédaction de tout le chapitre 3 de l'OBVM-CFB. En effet, au lieu de définir les cas d'"acquisition" ou d'"aliénation" comme le font le texte actuel et le projet, l'OBVM-CFB devrait indiquer la façon dont la participation déterminante (i.e. la participation susceptible d'atteindre, de franchir ou de descendre en-dessous d'un seuil) doit être calculée. Elle devrait donc définir les titres que l'ayant droit économique "détient", plutôt que ceux qu'il "acquiert" ou "aliène". L'art. 20 LVBM imposant le calcul d'une fraction (le nombre de titres détenus par l'ayant droit économique, divisé par le nombre de titres émis), l'OBVM-CFB devrait indiquer la façon dont le numérateur et le dénominateur de cette fraction doivent être arrêtés. Compte tenu de l'importance de ce point, nous avons préparé un contre-projet de chapitre 3 de l'OBVM-CFB. Ce document est annexé aux présentes.

Pour les motifs indiqués ci-dessus (possibilité de déclenchement aussi bien "actif" que "passif" de l'obligation d'annonce), les nouveaux art. 17 al. 1 lit. e, 17 al. 1^{bis} lit. g et 19 al. 1^{bis} lit. c du projet (obligation d'indiquer dans l'annonce et dans la publication si le franchissement du seuil résulte d'une acquisition, d'une vente ou d'un accord) nous semblent être inopportuns. En outre, les informations mentionnées dans ces dispositions ne nous semblent avoir que peu d'importance. Or la multiplication des exigences non essentielles ne peut qu'augmenter le risque de mauvaise application du texte légal, et obliger les autorités à enquêter sur des manquements d'importance mineure.

La rédaction proposée nous semble rendre inutile le nouvel art. 14 al. 1 lit. d du projet, auquel il pourrait par conséquent être renoncé.

3. Calcul de la participation déterminante en cas de modification de la structure du capital

La rédaction du l'art. 10 al. 1^{bis} du projet nous semble être insatisfaisante, car il n'est pas clair si la règle posée concerne le calcul de la participation déterminante (numérateur) ou celui du capital déterminant (dénominateur). A notre sens, la règle selon laquelle une modification du capital ne doit être prise en compte qu'après sa publication dans la FO SC devrait trouver application dans les deux cas. Dans cette perspective, nous suggérons la rédaction suivante:

1^{bis} Toutefois, en cas d'augmentation, de réduction ou d'autres modifications du capital social, les titres de participation créés ou supprimés ne sont ajoutés à ou soustraits de la participation déterminante qu'après la publication de l'opération pertinente dans la Feuille officielle suisse du commerce.

En outre, la précision apportée à l'art. 10 al. 1^{bis} devrait être assortie d'une précision correspondante à l'art. 10 al. 2. Cette dernière disposition devrait être précisée comme il suit:

2 Les seuils se calculent sur la base de l'ensemble des droits de vote inscrits au registre du commerce et publiés dans la Feuille officielle suisse du commerce.

4. Mise à jour de l'annonce et nouvelle annonce

La modification envisagée à l'art. 14 al. 1^{bis} du projet nous semble difficile à comprendre. Cette disposition prévoit que l'obligation de déclarer naît notamment lors de changements dans les relations entre l'acquéreur direct, indirect et l'ayant droit économique. Elle comporte une ambiguïté fâcheuse.

- (i) Si le but de la norme est d'indiquer qu'une annonce faite en application de l'art. 20 LBVM doit être *mise à jour* en cas de changement dans les relations entre l'acquéreur direct, indirect et l'ayant droit économique, ce point est déjà couvert par l'art. 17 al. 3 OBVM-CFB. La modification envisagée est alors *inutile*.
- (ii) Si le but de la norme est de créer une *nouvelle obligation d'annonce* (i.e. un devoir d'annoncer une nouvelle fois la participation déterminante), la disposition proposée est *dépourvue de base légale*. L'art. 20 LBVM n'impose d'obligation d'annonce qu'en cas de franchissement de seuils. La CFB ne peut pas imposer d'obligation d'annonce supplémentaire dans l'OBVM-CFB.

Au demeurant, si l'intention de la CFB était réellement de créer une obligation d'annonce indépendante du franchissement d'un seuil légal, l'événement choisi pour "déclencher" cette nouvelle obligation semblerait mal choisi. En effet, les informations relatives aux relations entre l'acquéreur direct, indirect et l'ayant droit économique n'ont généralement que peu d'intérêt pour les investisseurs (ces derniers étant surtout intéressés par les informations relatives aux changements d'ayants droit économiques). Il serait donc injustifié de prévoir une nouvelle obligation d'annonce en cas de changement dans ces relations.

5. Exemption générale en matière d'"underwriting"

En cas de placement de titres, la prise ferme ("*underwriting*") n'intervient généralement que peu de temps avant l'allocation des titres aux souscripteurs. Dans ce cas, les seuils déterminants sont franchis de façon à la fois ascendante et descendante dans un bref laps de temps. Une annonce faite en application de l'art. 20 LBVM n'apporte donc aucune information utile, et n'a par conséquent pas de raison d'être (et cela d'autant plus que le prospectus de cotation contient en principe toutes les informations requises sur le processus de prise ferme).

La CFB souhaitant mettre un terme à la pratique permettant de remplacer les déclarations et publications prévues aux art. 20 et 21 LBVM par des indications dans un prospectus de cotation (voir l'art. 10 al. 1^{er} du projet), un mécanisme doit être mis en place pour éviter la publication d'annonces inutiles et "parasitaires" de la part de l'*underwriter*.

Par analogie avec l'art. 33 al. 1 lit. b OBVM-CFB en matière d'obligation d'offre, nous proposons que les titres acquis dans le cadre d'opérations de prise ferme ne soient *pas pris en compte* pour le calcul de la participation déterminante jusqu'à l'échéance du placement (voir l'art. 14 lit. b de notre projet). Après cette date, l'*underwriter* devrait comptabiliser les titres acquis dans le cadre de la prise ferme. Il serait ainsi soumis à l'obligation d'annonce s'il conservait une partie de l'émission dans ses livres après la fin du placement au franchissait un seuil de ce fait. Ce régime nous semble être opportun. De manière générale, l'information utile aux investisseurs n'est pas la participation prise ferme par l'*underwriter*, mais la participation que ce dernier conserve éventuellement à l'issue de l'opération.

6. Contenu de l'annonce faite par des groupes de sociétés

Si l'art. 17 OBVM-CFB était appliqué de façon rigoureuse, les groupes de sociétés qui détiennent des participations importantes dans une société suisse dont les titres de participation sont cotés en Suisse devraient mentionner *toutes leurs filiales* dans leurs annonces de franchissement de seuil. Interprété strictement, l'art. 17 al. 1^{bis} lit. b du projet aurait la même conséquence.

Une société cotée pouvant avoir de très nombreuses filiales, le régime mentionné à l'alinéa précédent serait hautement inopportun. Pour ce motif, l'IPP du SWX considère que seuls les membres d'un groupe de sociétés qui *détiennent effectivement des titres de participation d'une société suisse cotée en Suisse* doivent être mentionnés dans les annonces de franchissement de seuil (Communiqué I/00 du 20 mars 2000).

Ce régime est mal adapté, car il peut obliger à faire de nouvelles annonces en cas de transfert de participation au sein du groupe. De telles annonces ne fournissent aucune information utile aux investisseurs, et n'ont donc pas de raison d'être. Pour ce motif, nous suggérons de permettre aux groupes de sociétés de se désigner de façon générique (p.ex. "Nestlé SA et ses filiales") lorsqu'ils annoncent leurs participations. Nous proposons donc de compléter le texte de l'art. 17 al. 1^{bis} lit. b du projet en y ajoutant la précision suivante:

1^{bis} En cas d'action de concert avec des tiers et de groupe organisé, la déclaration doit être dûment signée par les personnes concernées ou par leur représentant. La déclaration doit contenir les indications suivantes:

- a. [...]
- b. *le nom, le prénom, l'adresse ou la raison sociale, le siège et l'adresse des membres du groupe. Si l'action de concert ou le groupe organisé prend la forme d'un groupe de sociétés ou d'entreprises (art. 15, 2^e al., let. c), il suffit de déclarer que le groupe est constitué de l'ayant droit économique ultime et des sociétés ou entreprises qu'il domine;*

7. Délais

La révision de l'OBVM-CFB nous semble être une occasion propice pour remédier au problème que pose l'obligation d'annonce en cas de succession à cause de mort. Le texte actuel, interprété strictement, impose aux héritiers d'annoncer la participation du défunt dans les quatre jours de bourse qui suivent le décès. Ce délai est unanimement considéré comme étant inutilement rigoureux. Nous proposons donc d'introduire un art. 18 al. 1^{bis} OBVM-CFB, dont la teneur serait la suivante:

1^{bis} En cas de décès de l'ayant droit économique, le délai court à compter du moment auquel la succession ne peut plus être répudiée.

La référence au moment auquel la succession ne peut plus être répudiée (i.e. au délai de trois mois de l'art. 567 al. 1 CC) nous semble être un compromis approprié entre le régime que

consacre actuellement l'OBVM-CFB – où le délai de quatre jours de bourse commence à courir au moment du décès – et un régime dans lequel ce délai ne commencerait à courir qu'au moment du partage.

8. *Décisions préalables, exemptions et allègements*

Selon l'art. 20 al. 2 OBVM-CFB, aucune exemption de l'obligation de déclarer n'est accordée pour des opérations déjà effectuées. Nous suggérons de supprimer cette disposition, de même que les mots "avant l'opération prévue" aux art. 20 al. 3 et 21 al. 1 du projet. La règle que consacrent ces dispositions a des *effets pervers*. Elle dissuade les personnes potentiellement assujetties au devoir d'annonce de prendre contact avec les autorités boursières, nuit ainsi à la qualité des annonces, et empêche la jurisprudence de se développer.

La réalité des transactions boursières veut que, quand une question d'interprétation des règles sur la publicité des participations se pose, les parties ne disposent généralement pas du temps nécessaire pour contacter l'IPP et pour attendre sa réponse. L'art. 20 al. 2 OBVM-CFB a généralement pour résultat que l'IPP n'est simplement pas contactée. Des interprétations éventuellement erronées de l'OBVM-CFB peuvent donc ne jamais être identifiées. A notre sens, cette situation porte préjudice tant aux justiciables (à qui la sécurité juridique fait défaut) qu'à l'IPP et au marché (qui ne sont pas informés d'éventuelles difficultés d'interprétation).

A notre sens, le principe de proportionnalité exige que d'éventuelles erreurs puissent faire l'objet d'un allègement si elles apparaissent excusables et sont réparées dans un délai raisonnable. Pour cela, l'IPP devrait avoir la possibilité d'accorder des allègements *a posteriori* (sous forme par exemple d'une prolongation du délai d'annonce). Une telle mesure éviterait que des erreurs manifestes doivent faire l'objet de procédures de sanction, et engorgent ainsi inutilement l'appareil administratif. L'art. 20 al. 5 du projet, qui permet à l'IPP d'accorder des prolongations de délai, est probablement impropre à atteindre cet objectif s'il est jugé inapplicable pour des opérations déjà effectuées.

Nous suggérerions en outre de fusionner les art. 20 et 21 du projet, dont le contenu est pratiquement identique.

II. CHAPITRE 4 OBVM-CFB: OBLIGATION DE PRÉSENTER UNE OFFRE

1. *Droits d'option*

Le projet prévoit de mentionner séparément les droits de participation, d'une part, et les droits d'option, d'autre part, dans plusieurs dispositions de l'OBVM-CFB. Cette mesure nous semble être inopportune pour les raisons suivantes:

- (i) *La notion de "droit d'option" n'est pas définie de la même façon dans l'OBVM-CFB et dans l'OOPA. Nous renvoyons à ce sujet aux remarques figurant au chiffre I.1 ci-dessus.*

L'art. 38 al. 1 du projet donne un exemple des difficultés que cause cette situation. Selon cette disposition, le prix minimum de l'offre se définit notamment par référence au prix le plus élevé payé pour des droits d'option de la société visée. A la rigueur du texte, *le prix payé pour des options put serait donc pertinent pour le calcul du prix minimum de l'offre*. Cette règle serait difficile à justifier d'un point de vue économique. En effet, on verrait mal pourquoi l'acquisition de *droits d'aliénation* serait pertinente pour le calcul du prix minimum d'une offre publique *d'acquisition*. Si cette règle devait être confirmée, la façon dont le prix minimum doit être calculé dans ce cas particulier devrait être précisée.

- (ii) *La notion de "titre de participation" n'est pas définie de la même façon dans le chapitre 4 de l'OBVM-CFB et dans l'OOPA. A l'art. 2 OOPA*, les titres de participation sont définis comme comprenant les actions, les bons de participation, les bons de jouissance, les droits de conversion et les droits d'acquisition. En revanche, selon *l'art. 25 du projet*, la notion de "titre de participation" ne couvre que les actions, les bons de participation et les bons de jouissance. Les droits de conversion et d'acquisition ne sont pas mentionnés. Il semble inopportun de définir différemment le même concept dans deux ordonnances qui portent sur le même objet (les offres publiques d'acquisition).
- (iii) *La mention systématique des droits d'option aux côtés des droits de participation alourdit considérablement le texte légal.*

A notre sens, la solution adéquate consiste à consacrer une définition unique du "titre de participation" (celle de l'actuel *art. 2 OOPA*). Dans les rares cas dans lesquels une disposition de l'OOPA s'applique aux actions, bons de participation et bons de jouissance, mais non aux droits de conversion et/ou d'acquisition (comme par exemple à l'art. 10 OOPA), le texte légal devrait le mentionner expressément. Cette solution serait plus simple et claire que celle consistant à mentionner systématiquement les droits d'option aux côtés des droits de participation dans le texte légal.

2. Action de concert

Les difficultés d'interprétation qu'a suscité *l'art. 27 OBVM-CFB* nous semblent être dues au moins pour partie au renvoi que fait cette disposition à *l'art. 15 OBVM-CFB*. A notre sens, l'art. 27 OBVM-CFB gagnerait en clarté si ce renvoi était supprimé, et si l'accord caractéristique du concert était défini directement dans cette disposition. Les cas échéant, une prise en compte de la jurisprudence que développera le Tribunal fédéral dans le cadre de l'affaire *Quadrant AG* serait opportune.

3. *Procédure d'opposition*

L'idée de renoncer à l'exigence d'une motivation de l'opposition (art. 35 al. 2^{quater} du projet) nous semble être inopportune. L'exigence d'une motivation – même sommaire – est susceptible de prévenir les oppositions téméraires. Compte tenu de l'importance que revêt la procédure d'opposition pour la société concernée, il ne semble pas excessif d'exiger que l'opposant indique les motifs de sa démarche. L'exigence d'une motivation sommaire (qui pourrait être développée par la suite), permettrait à la CFB de juger d'emblée irrecevable les oppositions manifestement mal fondées, sans qu'il lui soit nécessaire d'entrer en matière sur le fond. Il nous semble essentiel que la CFB dispose de cette possibilité, pour éviter d'être submergée de procédures sans fondement.

4. *Moment déterminant pour le calcul du prix minimum*

La nouvelle définition du *moment déterminant* pour le calcul du prix minimum de l'offre nous semble être inappropriée. Selon les art. 37 et 38 du projet, ce moment ne serait plus celui de la publication ou de l'annonce préalable de l'offre comme c'est le cas aujourd'hui, mais le moment auquel l'obligation d'offre a pris naissance.

Deux éléments nous font douter de la pertinence de ce nouveau régime.

- (i) *La réglementation envisagée ne semble correspondre à aucun besoin pratique.* Le motif avancé pour la justifier – empêcher l'offrant de spéculer sur une variation du cours des titres de la société visée entre le moment où l'obligation d'offre prend naissance et celui auquel l'offre est publiée – ne convainc pas. Nous n'avons connaissance d'aucun cas dans lequel un offrant ait différé la publication ou l'annonce préalable d'une offre pour spéculer sur une éventuelle baisse des cours. Au contraire, en cas d'offre obligatoire, notre expérience est que le principal souci de l'offrant est de publier une annonce préalable aussi rapidement que possible pour "bloquer" le prix minimum de l'offre et ainsi se prémunir contre une éventuelle hausse du cours des titres de la société visée.

Au demeurant, les arguments avancés pour justifier le mode de calcul envisagé nous semblent être partiellement contradictoires. Le commentaire relatif à l'art. 37 du projet évoque la nécessité d'éviter que l'offrant spéculer sur une baisse du cours des titres de la société visée. Toutefois, le commentaire relatif à l'art. 43 du projet envisage la possibilité de déroger aux règles sur le prix minimum de l'offre en cas de "forte baisse des cours" entre le moment de l'acquisition préalable et celui de l'offre.

- (ii) La réglementation envisagée introduit *un élément d'incertitude* sur l'élément le plus fondamental de l'offre: son prix. Cette incertitude se manifeste à plusieurs égards. Ainsi:

-
- *Le moment auquel l'obligation d'offre prend naissance peut ne pas toujours être facile à déterminer* (en particulier si l'obligation d'offre résulte d'une action de concert).
 - Le régime de dérogation envisagé dans le commentaire de l'art. 43 OBVM-CFB (indexation du prix minimum au niveau du SMI, du SPI ou d'un autre indice) introduit un élément d'*incertitude* (choix de l'indice) et d'*arbitraire* (la dérogation n'étant pas automatique mais accordée de cas en cas).

Ces circonstances nous semblent susceptibles de nuire inutilement au fonctionnement régulier du marché suisse des prises de contrôle. Nous proposons donc de maintenir le régime actuel de calcul du prix minimum, qui a fait ses preuves.

5. Mode de calcul du prix minimum

Outre nos critiques de principe mentionnées au chiffre précédent, les modalités du régime envisagé appellent les commentaires suivants.

- (i) La méthode de calcul du cours de bourse déterminant de l'art. 37 al. 2 du projet nous semblerait pouvoir être précisée. Nous suggérerions la formulation suivante:

Le cours de bourse au sens de l'article 32, 4^e alinéa, de la loi correspond à la moyenne arithmétique des 30 derniers cours journaliers précédant [la naissance de l'obligation d'offre]. Le cours journalier est égal à la moyenne pondérée par le volume de tous les cours payés à la bourse suisse où les titres sont traités pendant une même journée.

- (ii) L'art. 39 al. 2 du projet prévoit qu'une offre d'échange n'est pas possible lorsque l'acquisition préalable déclenchant l'obligation de présenter une offre a eu lieu en espèces.

Même si nous comprenons le souci d'égalité de traitement qui motive cette proposition, nous jugeons la modification envisagée inopportune dans le contexte de la réglementation suisse sur les OPA. En effet:

- Il est difficile de comprendre pourquoi le principe d'égalité de traitement imposerait une offre en espèces, alors que la loi (art. 32 al. 4 LBVM) permet par ailleurs à l'offrant de payer une prime de 33% (calculée de bas en haut, 25% calculée de haut en bas) pour l'acquisition préalable.
- Il est aussi difficile de déterminer pourquoi une acquisition préalable en espèces interdirait une offre d'échange, alors que l'offrant conserverait la possibilité

d'acquérir des titres de la société visée contre espèces sur le marché pendant la durée de l'offre.

- Enfin, l'hypothèse visée par l'art. 39 al. 2 du projet n'est pas claire. La notion d'"acquisition préalable d'une participation déclenchant l'obligation de présenter une offre" nous semble être vague, et inviter les manœuvres d'évitement. Par exemple, une offre d'échange serait-elle possible si l'offrant acquérait une participation de 33% en espèces, puis une participation de 1% par échange?
- (iii) L'art. 40 al. 2 du projet nous semble contenir une erreur: ce ne sont pas les "valeurs mobilières de la société visée acquises préalablement par échange" qui devraient être prises en compte à leur valeur au moment de l'échange, mais les valeurs mobilières *offertes en échange*.
- (iv) A l'art. 42 al. 1 du projet, le membre de phrase "L'article 37, 2^e et 4^e alinéas, s'applique par analogie", devrait être remplacé par "'L'article 37, 2^e à 4^e alinéas, s'applique par analogie". Les ajustement prévus à l'art. 37 al. 3 du projet doivent pouvoir être faits au cours moyen tant des titres de participation visés que de ceux offerts en échange.

III. OOPA

Nos commentaires sur le projet de révision de l'OOPA sont les suivants:

1. *Définition des "titres de participation" et des "droits d'option"*

Nous renvoyons sur ce point à nos commentaires relatifs aux projets de révision des chapitres 3 (ch. I.1 ci-dessus) et 4 (ch. II.1 ci-dessus) de l'OBVM-CFB. Pour les motifs exposés à ces endroits, la référence systématique aux droits d'option nous semble être inutile et contre-productive. En particulier:

- (i) *Le terme "droit d'option" n'est pas défini de la même façon dans l'OBVM-CFB et dans l'OOPA. Dans l'OOPA (art. 2), "droit d'option" vise les "droits de conversion et d'acquisition" sur des actions, bons de participation ou bons de jouissance. Dans l'OBVM-CFB (art. 9 al. 1), "droit d'option" vise également les droits d'aliénation.*
- (ii) La notion de "titre de participation", telle qu'elle est définie à l'art. 2 OOPA, couvre déjà les "droits d'option". Mentionner les droits d'option aux côtés des titres de participation dans l'OOPA constitue donc une redondance.

2. *Effets de l'annonce préalable (art. 9)*

Le texte français du projet semble contenir une erreur. Nous partons de l'idée que la version allemande est correcte.

Le projet d'OOPA supprime l'actuel art. 9 al. 3 lit. a OOPA, selon lequel la date de l'annonce préalable remplace celle de la publication de l'offre pour le calcul du prix de l'offre obligatoire. Nous comprenons les raisons qui ont conduit la COPA à proposer cette modification: les effets de l'annonce préalable sur le prix minimum de l'offre étant décrits aux art. 37 al. 2 et 38 al. 1 du projet d'OBVM-CFB, il peut sembler inutile de les rappeler dans l'OOPA. Toutefois, nous constatons que, dans certaines circonstances, *la date de la publication de l'offre reste pertinente pour le calcul du prix minimum de l'offre*. Tel est en particulier le cas à l'art. 40 al. 1 du projet d'OBVM-CFB. Il reste donc nécessaire de préciser que le prix minimum de l'offre se calcule au moment de l'annonce préalable. En conséquence, nous proposons de remplacer l'actuel art. 9 al. 3 lit. a OOPA par le texte suivant:

³ *La date de l'annonce préalable remplace celle de la publication pour:*

a. *le calcul du prix minimum de l'offre, à moins que ce prix ait été arrêté à une date antérieure.*

3. *Egalité de traitement en général (art. 10)*

La deuxième phrase de l'art. 10 al. 4 du projet devrait être *supprimée* ("Il doit veiller à ce qu'un rapport raisonnable existe entre les prix offerts pour les différentes catégories de titres de participation"), car elle répète sans raison la règle posée à l'art. 10 al. 2 du projet.

4. "Règle du meilleur prix" ("*Best price rule*")

(i) Le projet d'art. 10 al. 6 prévoit que la règle du meilleur prix s'applique si l'offrant "acquiert" ou "s'oblige à acquérir" des titres de participation de la société visée à un prix supérieur à celui de l'offre.

La référence à l'"acquisition" de titres de participation nous semble être inopportune (même si elle figure déjà dans le texte actuel). Une telle formulation peut poser des problèmes insolubles lorsque l'offrant s'est engagé à acquérir des titres de participation de la société visée avant la publication de l'offre, mais que la livraison de ces titres et le paiement de leur prix n'intervient qu'après cette date. Une telle situation pourrait notamment se produire lorsque l'offrant est une banque ou un négociant, et a émis des options put sur les actions de la société visée dans le cadre de son activité de négoce ordinaire. Si le prix d'exercice des put est supérieur à celui de l'offre, l'exercice des options pendant la période d'offre pourrait obliger l'offrant à augmenter le prix de l'offre, sans que cela se justifie par des considérations d'égalité de traitement.

Nous proposons de rédiger l'art. 10 al. 6 OOPA de la façon suivante:

⁶ Si, dès la publication de l'offre et pendant les six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire, l'offrant s'oblige à acquérir des titres de participation de la société visée à un prix supérieur à celui de l'offre, ce prix doit être étendu à tous les destinataires de l'offre.

La précision que nous proposons d'apporter ci-dessus nous semble être logique, compte tenu de la teneur de l'art. 32 al. 4 LBVM et du projet d'art. 38 al. 1 OBVM-CFB. Cette dernière disposition définit le prix de l'"acquisition préalable" comme étant le prix que l'offrant a payé *ou s'est engagé à payer* pour des titres de participation de la société visée au cours des douze mois précédant l'acte générateur d'obligation de l'offre. De telles "acquisitions préalables" bénéficient du régime privilégié prévu par l'art. 32 al. 4 LBVM (le prix de l'offre peut être inférieur de 25% à celui de l'acquisition préalable). Dans ce contexte, il serait illogique de prévoir que la règle du meilleur prix s'applique au moment de l'exécution de l'acquisition préalable. Le régime de l'art. 10 al. 6 OOPA contreviendrait dans ce cas à la règle de l'art. 32 al. 4 LBVM, et donc au principe de légalité.

(ii) La *prolongation de 6 à 12 mois* de la période pendant laquelle la règle du meilleur prix trouve application après l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation ne nous semble pas être justifiée.

- La modification proposée ne nous semble correspondre à *aucun besoin pratique*. Nous n'avons connaissance d'aucun cas dans lequel le délai de six mois ait été trop court pour éviter le paiement d'une prime injustifiée à un actionnaire minoritaire. Même si tel avait été le cas, il resterait à démontrer que l'extension proposée du délai de six mois à une année serait susceptible de remédier à cette situation.

La règle du meilleur prix limite considérablement la marge de manœuvre de l'offrant. Lorsque la société visée est réputée agir de concert avec l'offrant (ce qui est généralement le cas si l'offre est amicale), la règle du meilleur prix entrave aussi la liberté d'action de la société visée, notamment dans la gestion de ses "stock option plans". Ces restrictions de la liberté économique des entreprises doivent rester proportionnées au but poursuivi. En l'absence de circonstances permettant de démontrer que le délai de six mois est trop court pour garantir l'égalité de traitement des destinataires de l'offre et que la prolongation de ce délai à une année est susceptible d'améliorer la situation, la prolongation envisagée nous semble être injustifiée.

- La *base légale* sur laquelle repose l'extension de la règle du meilleur prix après l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation est *incertaine*. La LBVM ne mentionne ni le délai de six mois ni celui d'une année. Ce manque de base légale devient d'autant plus problématique que le délai imposé par la COPA est long.

Dans la mesure où le délai d'application de la règle du meilleur prix reste de six mois à compter de l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation, il doit logiquement en aller de même du délai prévu pour la réalisation des conditions résolutoires (art. 13 al. 4 du projet). Cette limitation du délai dans lequel d'éventuelles conditions résolutoires peuvent être réalisées ne nous semble pas susceptible d'avoir des conséquences fâcheuses. A notre connaissance, le délai de six mois que consacre actuellement la pratique ne s'est jamais révélé trop bref pour permettre le succès d'une offre. Si tel devait être le cas, la COPA aurait la faculté de prolonger ce délai sur une base *ad hoc*.

5. *Action de concert*

Comme mentionné sous ch. II.2 ci-dessus, les difficultés d'interprétation qu'a suscité l'art. 11 OOPA nous semblent être dues au moins pour partie au renvoi que fait cette disposition à l'art. 15 OBVM-CFB. A notre sens, l'art. 11 OOPA gagnerait en clarté si ce renvoi était supprimé, et si l'accord caractéristique du concert était défini directement dans cette disposition.

6. *Rapport du conseil d'administration de la société visée*

Les commentaires accompagnant le projet d'art. 29 al. 2 OOPA indiquent que des projections de résultats futurs de la société visée ne pourront être mentionnés dans le rapport du conseil d'administration que s'ils sont révisés par "un organe de contrôle". Cette précision nous semble être importante et devoir figurer dans le corps de l'OOPA.

7. *Déclaration des transactions*

A l'art. 37 al. 1 OOPA, il devrait être précisé que les annonces faites en application de l'art. 31 LBVM doivent être adressées à la COPA et à la bourse suisse où les titres visés ou offerts en échange sont cotés. Il serait irréaliste d'exiger des parties qu'elles notifient leurs transactions à toutes les bourses étrangères où les titres concernés sont cotés. Au demeurant, les bourses étrangères concernées ne sauraient vraisemblablement que faire de telles annonces.

Nous prenons note du fait que la COPA prévoit de modifier l'art. 42 OOPA pour alléger les conditions de publication des annonces faites en application de l'art. 31 LBVM (les conditions de publication étant assouplies, et devenant alternatives au lieu d'être cumulatives). *Le régime envisagé nous semble être impraticable et inopportun.*

- (i) Le régime envisagé est *impraticable*, car il ne permet pas à la COPA de publier les informations pertinentes en temps utile. L'art. 42 OOPA, même modifié, oblige la COPA à adopter une recommandation, et donc à entendre les parties. Une telle opération prendra généralement une semaine au moins. Au terme de ce délai, l'affaire

pourra être portée devant la CFB. Si des informations sont finalement publiées, ce sera donc toujours avec beaucoup de retard, soit à un moment où l'information aura perdu sa pertinence.

- (ii) Le régime de l'art. 42 OOPA est également *inopportun* car il oblige la COPA à apprécier, sur la base d'indications sommaires, si certaines transactions sont "pertinentes pour l'appréciation de l'offre" ou "exercent une influence notable sur les cours de titres de participation visés ou offerts en échange". A notre sens, la COPA est mal placée pour procéder à cette appréciation, car elle ne dispose pas des informations nécessaires. Conformément au principe de transparence qui régit le droit des OPA, c'est aux investisseurs – et non à une autorité administrative – que devrait revenir le soin d'apprécier l'impact des transactions des parties sur l'offre.

Le système prévu par l'art. 42 OOPA est anachronique. Dans un marché moderne, la COPA devrait assurer la publication en temps réel des informations qu'elle reçoit en application de l'art. 31 LBVM, de façon à en faire profiter tous les participants au marché. Les moyens techniques modernes lui permettent de procéder à cette publication rapidement et à moindres frais, par exemple sur son site Internet.

8. *Annnonce du résultat final*

Nous ne comprenons pas les motifs qui justifient la suppression de l'art. 46 al. 2 OOPA. Cette disposition nous semble être importante et devrait être maintenue.

9. *Offres concurrentes – révocation ou modification de l'offre initiale*

L'art. 51 OOPA soumet actuellement la modification de l'offre initiale aux règles applicables à la publication de l'offre. L'offre modifiée doit donc être publiée dans les journaux au plus tard le 5^{ème} jour de bourse avant l'échéance de l'offre initiale. Ce régime nous semble être excessivement lourd et susceptible d'entraver le déroulement régulier des enchères. Comme c'est le cas pour la modification de l'offre en l'absence d'offre concurrente (art. 15 al. 2 OOPA), *la publication dans les médias électroniques devrait être déterminante pour la sauvegarde des délais*. Comme l'art. 15 al. 2 OOPA, l'art. 51 al. 2 OOPA devrait donc prévoir une *application analogique des règles sur l'annonce préalable* (art. 8 OOPA).

10. *Procédure*

Nous saluons la décision prise d'ouvrir les procédures devant la COPA à toutes les parties intéressées. Cette solution nous semble être la seule compatible avec les objectifs de la réglementation sur les OPA. Il appartiendra à la COPA de prendre de cas en cas les mesures nécessaires pour éviter que ses procédures soient paralysées par des interventions téméraires ou tactiques. Dans ce contexte:

-
- (i) par référence aux règles de la LPA, il nous semblerait opportun de subordonner le droit des intéressés d'intervenir à l'existence d'un "*intérêt digne de protection*" (plutôt que d'un "intérêt légitime direct", comme le prévoit actuellement l'art. 54 al. 1 du projet). Il convient en effet d'éviter que la qualité de partie soit définie de façon plus restrictive devant la COPA que devant la CFB;
- (ii) la seconde phrase de l'art. 55 al. 1 du projet ("La consultation du dossier peut être limitée lorsque des intérêts prépondérants le justifient") nous semble répéter inutilement le principe posé à l'art. 54 al. 2, 2^{ème} phrase, du projet.

Nous espérons que ces commentaires et suggestions vous seront utiles.

Nous vous prions de croire, Mesdames et Messieurs, à l'assurance de nos sentiments distingués.

Rudolf Tschäni

Jacques Iffland

Annexe: contre-projet de chapitre 3 de l'OBVM-CFB