

Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA

A l'attention de Mme Claudia Graf-Meier
Einsteinstrasse 2
CH-3003 Berne

Genève, le 5 septembre 2011

9996.052 / 11.523594_2 / IFFLJ

Audition concernant la modification de l'Ordonnance de la FINMA sur les bourses (OBVM-FINMA)

Chère Madame,
Mesdames et Messieurs,

Nous nous référons au projet de modification de l'Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières ("**P-OBVM-FINMA**"), pour lequel votre Autorité a initié une audition le 27 juillet 2011.

Vous trouverez ci-dessous la prise de position de notre Etude.

Associés Genève: Dominique F. Rochat • Andreas von Planta • Benoît Chappuis • Shelby du Pasquier • Guy Vermeil
Paolo Michele Patocchi • Mark Barnes* • François Rayroux • Jean-Blaise Eckert • Daniel Tunik
Olivier Stahler • Andreas Rötheli • Xavier Favre-Bulle • Benoît Merkt • David Ledermann • Jacques Iffland • Daniel Schafer • Miguel Oural
Zürich: Rudolf Tschäni • Urs L. Baumgartner • Patrick Hünerwadel • Stefan Breitenstein • Matthias Oertle • Martin Burkhardt
Heini Rüdüsühli • Marcel Meinhardt • Patrick Schleiffer • Thierry Calame • Beat Kühni
Lukas Morscher • Alex Wittmann • Tanja Luginbühl • Jürg Simon • Matthias Wolf • Hans-Jakob Diem • Pascal Hinny • Harold Frey
Lausanne: Lucien Masmejan

1. Commentaires des dispositions du projet de révision de l'OBVM-FINMA

Le régime envisagé par le projet appelle à notre sens les commentaires suivants:

- **Art. 17 et 21 P-OBVM-FINMA: le texte envisagé exige la preuve d'une indépendance du placement collectif concerné, sans indiquer clairement à l'égard de qui cette indépendance doit être établie.** Il n'est en particulier pas clair si le fonds doit pouvoir démontrer être indépendant *de ses investisseurs, de son gérant, ou d'une autre entité*. Même si l'art. 17 al. 3 P-OBVM-FINMA est rédigé de façon générale, cette disposition semble en réalité ne s'appliquer qu'aux fonds contractuels ou organisés en commandites de placement collectif (*limited partnerships*). La question de l'indépendance de la société de direction ou de l'associé indéfiniment responsable (*general partner*) à l'égard du groupe auquel il appartient ne se pose en effet que dans ce contexte. Cette question est en revanche dénuée de pertinence pour les fonds organisés sous forme corporative (SICAVs et SICAFs).

En particulier, la portée des références que contient l'art. 17 al. 3 P-OBVM-FINMA à la "*société-mère du groupe*" et aux "*autres sociétés qu'elle domine*" n'est pas appropriée en matière de fonds non contractuels. Il n'est en particulier pas clair à quel "groupe" il pourrait être fait référence dans ce contexte. L'art. 51 al. 3 LPCC exige que les personnes à la tête d'une SICAV soient indépendantes *de la banque dépositaire*, non des actionnaires de la SICAV. La portée de l'exigence d'indépendance est encore moins claire en matière de SICAF.

La question importante en pratique – et à laquelle l'art. 17 al. 3 P-OBVM-FINMA n'apporte pas de réponse – est de savoir si des SICAVs ou SICAFs peuvent être considérées comme les ayants droit économiques des positions qu'elles détiennent, ou si ces structures doivent au contraire être considérées comme "transparentes", et leurs actionnaires être par conséquent identifiés comme les ayants droit économiques des participations détenues par la société. A l'heure actuelle, la réponse à cette question dépend de l'interprétation qui peut être donnée à la notion de "domination" de l'art. 9 al. 3 et 10 al. 2 lit. c OBVM-FINMA. Or les circonstances dans lesquelles un investisseur peut être réputé "dominer" une SICAV ou une SICAF ne sont pas claires, en particulier lorsque le nombre d'investisseurs est limité. En outre, la structure de l'actionnariat des SICAVs et des SICAFs étant par définition évolutive, le régime applicable en cas de mutations au sein de l'actionnariat d'une telle société n'est pas facile à déterminer.

L'introduction dans l'OBVM-FINMA d'une règle générale, comparable à celle que pose l'art. 33 al. 1 de la CDB 08 (selon laquelle les formes de placement collectif et les sociétés de participations qui regroupent plus de 20 investisseurs peuvent être considérées comme les ayants droit économiques des participations qu'ils détiennent) serait souhaitable.

- **L'art. 17 al. 3 P-OBVM-FINMA est muet sur le régime applicable aux placements collectifs de capitaux qui ne satisfont pas aux exigences d'indépendance prévues par cette disposition.** Dans la logique de l'OBVM-FINMA, l'annonce des participations de ces entités est soumise au régime général en la matière. L'obligation d'annonce incombe donc à l'ayant

droit économique de la participation. Toutefois, identifier l'"ayant droit économique" n'est pas toujours simple en matière de placements collectifs. Le point de savoir si cette qualité doit être reconnue au fonds lui-même, aux investisseurs (art. 17 al. 4 OBVM-FINMA *a contrario*), au gérant ou à une autre personne est en effet ouvert à interprétation. Des règles claires à ce sujet (comparables là encore à celle de l'art. 33 al. 1 de la CDB 08) seraient donc souhaitables.

- ***Le régime prévu par l'art. 17 al. 3 et 3^{bis} P-OBVM-FINMA serait difficile à mettre en œuvre en pratique, et exposerait les investisseurs à des risques juridiques importants.*** Le projet réserve en effet le régime prévu par l'art. 17 al. 3 P-OBVM-FINMA aux placements collectifs étrangers qui apportent la preuve de l'indépendance requise par cette disposition. Les critères déterminants pour juger de l'indépendance pouvant être sujets à interprétation, il ne sera souvent pas possible aux placements collectifs concernés de déterminer avec certitude si le régime de l'art. 17 al. 3 P-OBVM-FINMA leur est applicable au moment de procéder à leurs annonces réglementaires. D'éventuels franchissements de seuils doivent en effet être annoncés dans un délai de quatre jours de bourse (art. 22 al. 1 OBVM-FINMA). Or il semble vraisemblable que le point de savoir si les conditions d'indépendance prévues à l'art. 17 al. 3 P-OBVM-FINMA pourrait prendre davantage de temps à éclaircir. Dans ce cas, des annonces de participation pourraient devoir être faites sans que le régime applicable ait pu être déterminé, ce qui exposerait les investisseurs concernés à des sanctions importantes en cas d'erreur. En outre, l'exigence prévue par l'art. 21 al. 2 lit. f P-OBVM-FINMA (mention dans l'annonce de participation que "*la preuve du respect de l'indépendance a été apportée*") pourrait être impossible à satisfaire si la question du respect de ces exigences était encore ouverte à l'échéance du délai de quatre jours de bourse de l'art. 22 al. 1 OBVM-FINMA.

Une telle incertitude serait nuisible aussi bien aux investisseurs concernés qu'à la transparence du marché dans son ensemble. Pour cette raison, la responsabilité de juger du respect des conditions de l'art. 17 al. 3 P-OBVM-FINMA devrait être laissée à l'appréciation des investisseurs concernés. Le contrôle du respect de ces exigences pourrait en cas de besoin intervenir *a posteriori*, comme c'est le cas pour les autres règles relatives à la publicité des participations.

- ***Art. 17 al. 3^{bis} P-OBVM-FINMA. L'exigence que "toute modification de l'organigramme et de la liste nominative des directions de fonds soit signalée" serait source d'incertitudes juridiques inadmissibles.*** La disposition envisagée ne prévoit aucun test de matérialité, si bien qu'elle pourrait en théorie viser des modifications insignifiantes, et susciter ainsi une bureaucratie inutile. En outre, le défaut de notification d'une modification – même insignifiante – pourrait en théorie être considéré comme une violation de l'art. 20 LBVM, et ouvrir ainsi la voie à des sanctions pénales ou civiles (suspension des droits de vote) disproportionnées. De telles incertitudes juridiques doivent être évitées de façon à garantir la sécurité du droit. La responsabilité de juger du respect des exigences d'indépendance de l'art. 17 al. 3 P-OBVM-FINMA devrait être laissée aux investisseurs concernés.
- ***Art. 22 al. 1 P-OBVM-FINMA. L'exigence d'une annonce dans un délai de quatre jours de bourse de toute "modification des indications déclarées" devrait être soit précisée, soit***

abandonnée. Un devoir général de mise à jour de l'ensemble des indications déclarées (comme par exemple du nombre de titres détenu ou des adresses des personnes soumises au devoir d'annonce) serait en effet irréalisable, disproportionné, et illégal (l'art. 20 LBVM ne prévoyant d'obligation d'annonce qu'en cas de franchissement de seuil). En outre, une obligation aussi générale et imprécise est incompatible avec les exigences de clarté et de prévisibilité applicables aux états de fait susceptibles de faire l'objet de sanctions pénales.

Il y a lieu de relever qu'à l'heure actuelle, la plateforme électronique du SIX Swiss Exchange ("**SIX**") sur laquelle les annonces de participation sont publiées ne permet pas de modifier le texte d'une publication antérieure. En pratique, dans les cas visés par l'actuel art. 21 al. 4 OBVM-FINMA, l'IPP du SIX exige la publication d'une nouvelle annonce de participation complète (et non seulement des éléments qui ont fait l'objet d'une modification). L'actionnaire concerné est donc tenu d'indiquer à nouveau sa participation actuelle dans l'émetteur concerné, même s'il n'a franchi aucun des seuils de l'art. 20 LBVM. Interprété de cette façon, l'art. 21 al. 4 OBVM-FINMA (et par conséquent le nouvel art. 22 al. 1 P-OBVM-FINMA) sont dépourvus de base légale. L'art. 20 LBVM ne prévoit en effet d'obligation d'annonce qu'en cas de franchissement de seuil, et non pour chaque modification des participations annoncées.

- **Art. 26 al. 7 P-OBVM-FINMA. Il serait opportun de clarifier ce qui est entendu par le terme "parties concernées"**. Il serait en particulier important de déterminer la mesure dans laquelle cette notion peut englober l'émetteur des titres concernés par l'annonce. Pour l'auteur d'une demande de décision préalable, d'exemption ou d'allègement, il est en effet déterminant de savoir d'avance (notamment pour des motifs de confidentialité) si l'émetteur concerné sera consulté dans le cadre d'une éventuelle procédure administrative de la FINMA.
- **Le régime transitoire doit à notre sens impérativement être clarifié**. En effet, l'art. 48a P-OBVM-FINMA n'indique pas clairement si l'adaptation des annonces passées au nouveau régime serait obligatoire ou facultative. En d'autres termes, il n'est pas clair si l'art. 17 al. 3 et 3^{bis} P-OBVM-FINMA offre une *faculté* aux organismes de placement collectif étrangers concernés, ou si ceux qui satisfont aux exigences d'indépendance prévues par cette disposition ont l'*obligation* de faire usage du nouveau régime.

Cette dernière interprétation nous semblerait devoir être exclue pour des raisons pratiques et des considérations de proportionnalité. Une mise à jour de l'*ensemble* des annonces qui ont été faites par le passé par des organismes de placement collectif étrangers non autorisés à la distribution en Suisse constituerait une entreprise disproportionnée, sans doute irréalisable, qui rencontrerait l'incompréhension des investisseurs, créerait un risque important de mauvaise exécution, et menacerait par conséquent d'engorger la FINMA et le DFF pendant plusieurs années.

Il est dans l'intérêt aussi bien des émetteurs que de leurs actionnaires que les points susmentionnés soient clarifiés. Le manque de clarté de la réglementation sur la publicité des participations peut en effet donner lieu à des sanctions pénales importantes et conduire à la suspension des droits de vote de l'actionnaire concerné (art. 20 al. 4^{bis} LBVM). Une telle suspension peut avoir des conséquences

disproportionnées si l'actionnaire concerné a une position de contrôle. En outre, la suspension pouvant être demandée non seulement par la FINMA, mais aussi par l'émetteur ou l'un de ses actionnaires (quel que soit le niveau de sa participation), le risque existe actuellement que les règles sur la publicité des participations soient détournées de leur but, et soient utilisées à des fins tactiques dans le cadre de luttes pour le contrôle des émetteurs.

Cette insécurité juridique nuit à la place financière suisse. Les règles qui régissent les rapports de force au sein d'une société cotée en bourse doivent être claires et prévisibles. Il n'est pas opportun que le contrôle exercé sur une société cotée en bourse puisse être remis en cause selon l'interprétation qui peut être donnée d'une réglementation peu claire.

2. Caractère incomplet de la révision envisagée et insécurité juridique résultant de trop fréquentes modifications réglementaires

Notre Etude partage l'appréciation de la FINMA selon laquelle le régime de publicité des participations applicable aux organismes de placement collectif étrangers non autorisés à la distribution en Suisse est actuellement insatisfaisant et doit être clarifié. Toutefois, le régime applicable aux organismes de placement collectif n'est pas le seul à susciter des incertitudes. D'autres questions importantes sont actuellement dépourvues de réponses claires, dont notamment les suivantes:

- **Traitement des actions propres détenues par les émetteurs** (et l'éventuelle imputation de ces titres aux actionnaires de contrôle de l'émetteur concerné). Le SIX et la FINMA ont exprimé des positions contradictoires sur ce thème par le passé, sans qu'une solution claire ait cependant pu être dégagée;
- **Modalités des annonces de gérants de fonds et de fortune conformément à l'art. 9 al. 2 OBVM-FINMA**. La situation légale n'est actuellement pas claire sur ce point, notamment pour ce qui concerne les relations entre le devoir d'annonce de l'ayant droit économique au sens de l'art. 9 al. 1 OBVM-FINMA et celui du gérant au sens de l'art. 9 al. 2 OBVM-FINMA. Aucune solution adéquate n'est actuellement apportée aux problèmes de transparence et de compréhension que peuvent poser l'annonce de la même position par deux personnes distinctes (*i.e.* l'ayant droit économique et le gérant). En outre, la FINMA a considéré récemment que l'obligation d'annonce prévue par l'art. 9 al. 2 OBVM-FINMA incombe à l'ayant droit économique du gérant (et non au gérant lui-même). Cette interprétation est source d'incertitudes juridiques, et devrait faire l'objet d'une réglementation claire dans l'OBVM-FINMA. La question du régime applicable aux gérants de fonds est en outre indissolublement liée à celle du régime applicable aux fonds eux-mêmes, si bien qu'une révision de l'art. 17 OBVM-FINMA devrait à notre sens nécessairement s'accompagner d'une clarification du régime de l'art. 9 al. 2 OBVM-FINMA.
- **Calcul des délais d'annonce en cas de décès de l'ayant droit économique**. Dans la teneur actuelle de l'art. 22 al. 1 OBVM-FINMA, les héritiers doivent en principe annoncer la participation dans les quatre jours de bourse qui suivent le décès de l'ayant droit économique. Un délai aussi bref n'est cependant pas réaliste en pratique. Il n'est pas non plus

compatible avec le respect dû à une famille en situation de deuil. Il s'agit d'un point important que l'ordonnance devrait régler de façon claire.

- **Nature des circonstances devant faire l'objet d'un complément d'annonce.** La plus grande incertitude règne actuellement sur la nature des "*modifications concernant les indications déclarées*" qui doivent faire l'objet d'un complément d'annonce selon l'art. 21 al. 4 OBVM-FINMA. Le projet de révision transfère cette exigence de l'art. 21 al. 4 à l'art. 22 al. 1 OBVM-FINMA, sans toutefois lever les incertitudes actuelles quant à la portée matérielle de cette disposition.

Compte tenu des nombreuses incertitudes que suscite la réglementation actuelle, nous jugeons inopportun de modifier l'OBVM-FINMA de façon ponctuelle, en ne traitant qu'une minorité des questions actuellement ouvertes. La réglementation sur la publicité des participations a déjà été modifiée à de nombreuses reprises aux cours des dernières années. Depuis 2007, les dispositions pertinentes de la LBVM ont été modifiées à *deux reprises*, et celles de l'OBVM-CFB/FINMA à *trois reprises* (la modification envisagée étant ainsi la quatrième en l'espace de quatre ans). Compte tenu des lacunes que contient la réglementation actuelle – et auxquelles le projet de révision ne remédie pas – de nouvelles modifications sont à prévoir à bref délai.

Des changements aussi fréquents créent des risques d'erreur importants. Les personnes concernées par les règles sur la publicité des participations investissent souvent dans de nombreuses juridictions, dont chacune a ses propres règles en la matière. Pour ces investisseurs, rester informé des règles applicables dans chaque juridiction requiert beaucoup d'efforts. Ces efforts peuvent devenir démesurés si la réglementation applicable change trop fréquemment.

3. Conclusion

Notre Etude partage l'appréciation selon laquelle le régime de publicité des participations applicable aux organismes de placement collectif étrangers non autorisés à la distribution en Suisse est actuellement insatisfaisant, et qu'une clarification est nécessaire dans ce domaine. Toutefois, notre Etude considère que la révision envisagée n'apporte pas l'ensemble des éclaircissements requis, et risque par conséquent de ne pas mettre fin à l'insécurité juridique qui règne actuellement en la matière. Le régime applicable aux SICAVs et aux SICAFs devrait en particulier être soumis à des règles claires, par l'adoption d'un régime comparable à celui de l'art. 33 al. 1 de la CDB 08.

En outre, pour éviter des révisions trop fréquentes et les incertitudes qu'elles engendrent, la modification de l'art. 17 OBVM-FINMA devrait à notre sens s'intégrer dans une réforme plus générale de la réglementation en matière de publicité des participations, englobant en particulier le régime (actuellement controversé) applicable aux gérants de fonds et aux gérants de fortune visés par l'art. 9 al. 2 OBVM-FINMA. Le régime de publicité des participations applicable aux fonds est en effet lié à celui applicable aux gérants. Réviser l'art. 17 OBVM-FINMA sans clarifier par la même occasion la portée de l'art. 9 al. 2 OBVM-FINMA ne constitue pas une solution satisfaisante.

Dans son rapport annuel 2010 (page 70), la FINMA indique vouloir "*durcir sa pratique*" en cas de violation des règles en matière de publicité des participations. Une politique répressive "dure" ne peut cependant se justifier que si les exigences imposées aux investisseurs sont claires, ce qui n'est à l'heure actuelle souvent pas le cas.

Croyez, chère Madame, Mesdames et Messieurs, à l'assurance de nos sentiments distingués.

Lenz & Staehelin