

Par courrier électronique et ordinaire

Commission fédérale des banques
Bourses et marchés
A l'att. de M^{me} Michèle Maurer
Case postale
3001 Berne

Genève, le 7 mai 2007

9991.607 / IFFLJ

Consultation concernant la révision de l'OBVM-CFB

Mesdames et Messieurs,

Nous nous référons à votre communication du 18 avril 2006, par laquelle vous avez mis en consultation un projet de révision des art. 13, 37 et 38 de l'Ordonnance de la CFB sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières ("**OBVM-CFB**").

Nous vous remercions de nous avoir donné l'occasion de nous déterminer sur cette révision importante. Les commentaires de notre étude sur le projet sont les suivants:

I. Révision de l'art. 13 OBVM-CFB

De manière générale, nous partageons l'appréciation de votre Commission que les règles actuelles sur la publicité des participations importantes sont partiellement lacunaires, et qu'une révision est opportune. En comparaison internationale, les informations qui sont communiquées au marché en

Associés Genève: Richard Pease* • Olivier Mach • Caroline Delétra* • Dominique F. Rochat • Andreas von Planta • Benoît Chappuis
Prof. Henri Torrione • Shelby du Pasquier • Guy Vermeil • Paolo Michele Patocchi • Mark Barmes* • François Rayroux • Jean-Blaise Eckert
Daniel Tunik • Olivier Stahler • Andreas Rötheli • Xavier Favre-Bulle • Benoît Merkt • David Ledermann • Jacques Iffland
Zürich: Robert Heberlein • Christoph Reinhardt • 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 Hinnly
Lausanne: Gilles Favre • Lucien Masmejan

application de l'art. 20 LBVM sont succinctes. Nous pensons que de plus amples informations pourraient être exigées dans ce contexte lorsque des seuils de participation sont franchis.

Si notre étude est donc généralement favorable à une amélioration de la transparence des participations importantes, nous doutons cependant que la révision proposée permette d'atteindre cet objectif de façon satisfaisante. Le projet de révision de l'art. 13 OBVM-CFB mis en consultation appelle de ce point de vue les commentaires suivants:

- Prise en compte des instruments dérivés qui ne permettent pas d'exécution en nature. Le projet mis en consultation prévoit de prendre en compte de façon systématique les positions en instruments dérivés pour le calcul de la participation déterminante au sens de l'art. 20 LBVM, et cela même lorsque les instruments dérivés pertinents ne permettent pas une exécution en nature. Nous comprenons que certaines opérations récentes créent actuellement la perception que le régime en vigueur est insatisfaisant à cet égard. Toutefois, nous pensons qu'il convient d'éviter une "sur-réaction" réglementaire. Le commentaire qui accompagne le projet de votre Commission justifie la modification envisagée par la difficulté de prouver l'existence d'opérations frauduleuses. Il serait cependant regrettable que, pour tenir compte d'un petit nombre de cas problématiques, un grand nombre d'opérations légitimes soient assujetties sans motif pertinent. Le régime proposé nous semble susceptible de générer de nombreuses annonces (surtout si le premier seuil déclenchant est abaissé à 3% des droits de vote) dans des situations qui ne revêtent pas de pertinence particulière dans le contexte de l'art. 20 LBVM. L'inflation du nombre des annonces nous semble être susceptible de compromettre la qualité de l'information mise à disposition des investisseurs. Le gain de transparence nous semble donc être insuffisant pour justifier les coûts que la mise en œuvre du nouveau régime va créer pour les opérateurs.
- Coordination avec le projet de révision de l'art. 20 LBVM. Votre Commission a mis la révision de l'art. 13 OBVM-CFB en consultation alors qu'un projet d'amendement de l'art. 20 LBVM est actuellement en discussion devant les Chambres fédérales. Nous convenons que la révision proposée est en grande partie indépendante du sort des modifications envisagées à l'art. 20 LBVM. Toutefois, l'examen du projet adopté au mois de mars par le Conseil National révèle des intersections entre les deux projets. Ainsi, l'art. 20 al. 1^{bis} LBVM adopté par le Conseil National semble limiter la prise en compte des positions en instruments dérivés ne permettant qu'une exécution en espèces aux hypothèses dans lesquelles la position est constituée "en vue d'une offre publique d'acquisition au sens des art. 22 LBVM". Votre Commission propose quant à elle de prendre *systématiquement* en compte les dérivés qui prévoient une clause de "cash settlement". Cette contradiction devrait être évitée. Il nous semblerait donc opportun d'attendre la fin des travaux parlementaires en cours – qui sont déjà bien avancés – avant de statuer sur une éventuelle révision de l'art. 13 OBVM-CFB. L'art. 13 OBVM-CFB est en vigueur dans sa forme actuelle depuis près de 10 ans. Sa révision devrait pouvoir souffrir une attente de quelques semaines, si l'enjeu est d'assurer l'existence d'un régime réglementaire cohérent dans ce domaine important.
- Prise en compte des positions courtes en options call et des positions longues en options put. Votre Commission propose de tenir compte des positions courtes en options call et des

positions longues en options put pour juger de l'existence d'un devoir d'annonce. Ce régime viendrait compléter le régime actuel, qui ne prévoit en principe de prendre en compte que les positions longues en options call (et en droits de conversion) et les positions courtes en options put.

L'idée d'assurer un régime symétrique pour les positions longues et courtes en instruments dérivés est en principe logique. Toutefois, le régime proposé est insatisfaisant, car il implique une *compensation* des positions longues et courtes. Cette situation est illustrée par les exemples suivants:

Exemple 1

	<u>Positions</u>	Droits de vote
Position longue en actions:	6%	
Position longue en options put:	5%	
Position totale à annoncer selon l'art. 20 LBVM:	1%	→ pas d'annonce

Exemple 2

Position longue en actions:	1%	
Position longue en options call:	9%	
Position longue en options put:	8%	
Position totale à annoncer selon l'art. 20 LBVM:	2%	→ pas d'annonce

Les exemples susmentionnés nous semblent indiquer que la modification envisagée ne conduira pas nécessairement à un *renforcement* du devoir d'annonce, mais à *déplacer* le moment auquel l'annonce devra être faite. La compensation des positions longues et courtes nous semble contredire l'objectif avancé d'améliorer la transparence. Le régime actuel d'exclusion des positions courtes en options call et longues en options put présente l'avantage d'éviter cette difficulté.

Une solution alternative éventuellement envisageable serait de ne pas prendre en compte les positions courtes en options call et longues en options put pour le calcul de la participation déterminante (*i.e.* pour déterminer si un seuil déclenchant a été franchi et si une obligation d'annonce a donc pris naissance), mais de requérir la mention de ces positions dans les annonces faites en application de l'art. 20 LBVM. Dans ce cas, l'existence d'un devoir d'annonce se déterminerait selon les mêmes principes que ceux qui prévalent actuellement, mais les annonces faites en application de l'art. 20 LBVM devraient contenir des informations plus détaillées.

- Suppression de la limite de 5% pour la prise en compte des positions en instruments dérivés. Votre Commission propose d'abroger l'art. 13 al. 3 OBVM-CFB. Cette modification aurait pour conséquence de prendre en compte toute position en dérivé pour calculer la participation déterminante au sens de l'art. 20 LBVM. Une telle mesure nous semble être en principe justifiée. Elle nous semble cependant susceptible d'avoir des effets pervers dans le contexte actuel, en obligeant les opérateurs à procéder à de nombreuses annonces pour des

opérations qui n'ont en réalité pas d'impact sur le contrôle de la société concernée. Une telle situation nous semble être inopportune à plusieurs égards:

- l'augmentation du nombre des annonces risque de créer un "bruit" dans le domaine de la publicité des participations importantes, c'est-à-dire de créer une situation dans laquelle les informations importantes pour juger de la structure de l'actionnariat et des rapports de contrôle sont "noyées" dans une quantité d'informations non pertinentes;
- l'augmentation des états de fait devant être annoncé nous semble devoir – de façon inévitable – augmenter le nombre d'erreurs de la part des investisseurs, et donc le travail d'"*enforcement*" de la CFB et de l'administration fédérale. La situation sera particulièrement délicate pour les investisseurs étrangers, pour lesquels il est notoirement plus difficile de se renseigner sur les technicités des devoirs d'annonce dans les petites juridictions telles que la Suisse. Nous doutons que les avantages de la mesure envisagée suffisent à justifier les coûts de sa mise en œuvre.

Il nous semble important de considérer dans ce contexte que les principales réglementations étrangères en matière d'annonce de participations importantes prévoient des *exemptions* pour certains opérateurs ou pour certains types d'opération, comme par exemple pour les teneurs de marché ou pour les positions de négoce (voir par exemple l'art. 9 para. 4 à 6 de la Directive 2004/109/CE sur la transparence). Le droit suisse ne connaît pas de régime comparable. De pratique constante du SWX, les positions de négoce des négociants en valeurs mobilières doivent en particulier être prises en compte pour juger de l'existence d'une obligation d'annonce. Le risque de multiplication des annonces dénuées de pertinence est donc important dans le contexte actuel. Il sera encore accru si la proposition faite par le Conseil National d'abaisser le premier seuil d'annonce de 5% à 3% est adoptée.

Nous pensons que la CFB devrait envisager de créer de régimes d'exemptions pour les teneurs de marché, les positions de négoce, les opérations de prise ferme dans le cadre de placement de titres et dans d'autres situations comparables. A défaut de telles mesures, nous craignons que le respect des règles sur l'annonce des participations importantes devienne très difficile et onéreux pour les investisseurs, et que la transparence du marché soit réduite par un afflux d'informations inutiles.

II. Amendement des art. 37 et 38 OBVM-CFB

Nous sommes généralement favorables aux modifications proposées, qui codifient en grande partie la pratique actuelle de la COPA.

Plus particulièrement:

- Art. 37 al. 2 OBVM-CFB: nous sommes favorables à ce que le cours de bourse déterminant soit calculé par référence à une moyenne pondérée plutôt que par référence au cours d'ouverture. Nous sommes cependant réservés quant à l'extension de la période de calcul à 60 jours de bourse. Une telle extension peut poser des difficultés en cas de marché baissier.

Il convient d'éviter des situations dans lesquelles une offre comportant une prime par rapport au cours de bourse pratiqué au moment de son annonce est rendue impossible du fait de la prise en compte de données plus anciennes.

D'un point de vue rédactionnel, nous proposons de renoncer aux mots "respectivement l'annonce préalable" à la fin de la disposition. Cette précision est en effet inutile compte tenu de l'art. 9 al. 3 lit. a OOPA.

- Art. 37 al. 3 OBVM-CFB: à notre connaissance, la modification proposée codifie la pratique actuelle de la COPA, et doit être approuvée.
- Art. 37 al. 4 OBVM-CFB (nouveau): nous approuvons la disposition proposée, en particulier la décision de renoncer à une définition légale de la liquidité. A notre sens, l'art. 42 al. 2 OBVM-CFB devrait être adapté en conséquence. Il nous semblerait aussi opportun que la pratique maintienne des "présomptions d'illiquidités", c'est-à-dire des critères objectifs qui, s'ils sont remplis, dispensent de la preuve du manque de liquidité du marché. Nous pensons cependant comme votre Commission que ces critères ne devraient pas être exclusifs, et qu'un offrant devrait pouvoir apporter la preuve de l'illiquidité du marché même si les conditions dans lesquelles une telle illiquidité est présumée ne sont pas réunies.
- Art. 38 al. 1 OBVM-CFB: comme indiqué plus haut, nous pensons que la référence expresse à l'annonce préalable est inutile, compte tenu du renvoi général de l'art. 9 al. 3 lit. a OOPA.
- Art. 38 al. 4 OBVM-CFB: cette disposition n'appelle pas de commentaire de notre part.

Les soussignés se tiennent à votre disposition pour conférer de ce qui précède si vous le souhaitez.

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

Lenz & Staehelin

Rudolf Tschäni

Patrick Schleiffer

Hans-Jakob Diem

Jacques Iffland