

*Par courrier et par e-mail*

M. Thomas Pletscher  
economiesuisse  
Hegibachstrasse  
Case postale  
8032 Zurich

Genève, le 12 octobre 2007

**Projet de révision partielle de l'Ordonnance de la CFB sur les bourses (OBVM-CFB)  
- Prise de position dans le cadre de la procédure de consultation**

Cher Monsieur, cher Thomas,

Nous entendons tout d'abord saluer l'effort entrepris par la Commission fédérale des banques (ci-après la "**CFB**") pour adapter la réglementation suisse en matière d'annonce de participations aux standards internationaux (en particulier la Directive européenne 2004/109/CE) et obtenir ainsi une meilleure transparence sur le marché boursier suisse.

**Remarques générales**

Cela étant dit, nous considérons que les modifications proposées des art. 12 ss. OBVM-CFB vont trop loin et risquent d'entraîner un nombre très important de déclarations (dépassement à la hausse ou à la baisse des seuils prévus à l'art. 20 al. 1 LBVM), sans véritablement améliorer la transparence du marché boursier suisse.

En effet, le fait d'étendre l'obligation de déclarer aux produits financiers et produits structurés (art. 13 al. 1 let. c OBVM-CFB) va obliger les intermédiaires financiers à décomposer ces différents produits pour annoncer, le cas échéant, ces différentes composantes à l'Instance pour la publicité des participations et aux sociétés concernées. La plupart du temps, ces déclarations ne permettront pas au marché de déterminer le pourcentage réel des droits de vote détenus par un investisseur particulier, ni sa véritable exposition économique à une société donnée. Si les modifications des art. 12 ss. OBVM-CFB devaient être acceptées en l'état, il existe un risque que les déclarations effectuées sur la base de l'art. 17 OBVM-CFB portent sur un nombre de titres supérieur à celui inscrit au Registre du Commerce pour une société donnée.

Or, nous comprenons que l'objectif des dispositions relatives à l'annonce des participations consiste avant tout à donner une vue précise des droits de vote détenus par les différents intervenants sur le marché. Nous considérons ainsi que l'obligation de déclarer l'acquisition et l'aliénation de produits financiers et produits structurés (art. 13 al. 1 OBVM-CFB) ne

devrait concerner que les investisseurs qui souhaitent prendre le contrôle d'une société donnée dans le cadre d'une offre publique d'acquisition, comme le prévoit le nouvel art. 20 al. 2bis LBVM dont l'entrée en vigueur est prévue le 1<sup>er</sup> janvier 2008. Sur ce point notamment, nous émettons dans les paragraphes qui suivent des propositions spécifiques.

### Commentaires particuliers

#### Art. 12 OBVM-CFB

Dans le cadre d'une opération de prêt de titres, le contrat conclu entre le prêteur et l'emprunteur prévoit généralement que les droits de vote sont transférés à l'emprunteur pendant toute la durée du prêt.

En pratique, l'emprunteur n'exerce la plupart du temps pas les droits de vote attachés aux titres empruntés. Nous proposons dès lors de modifier l'art. 12 al. 2 OBVM-CFB comme suit :

"L'obligation de déclarer incombe à chaque partie détentrice des droits de vote, pour autant que cette dernière ait véritablement l'intention de les exercer."

#### Art. 13 al. 1 OBVM-CFB

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, nous considérons que l'art. 13 OBVM-CFB (en particulier l'art. 13 al. 1 let. c OBVM-CFB qui traite des produits financiers et produits structurés) va trop loin et que son application devrait être limitée au cas où un investisseur cherche à prendre le contrôle d'une société dans le cadre d'une offre publique d'acquisition. Le nouvel art. 20 al. 2 bis LBVM est clair à ce sujet, puisqu'il prévoit :

"Par acquisition indirecte, on entend notamment les opérations portant sur des instruments financiers qui offrent la possibilité économique d'acquérir des titres en vue d'une offre publique d'acquisition."

Nous attirons également votre attention sur le fait que la plupart des intermédiaires financiers qui investissent dans des produits structurés s'intéressent avant tout à leurs caractéristiques financières (avec des *payoffs* souvent asymétriques) et non aux droits de vote attachés aux titres sous-jacents. Ce point justifie selon nous que l'art. 13 al. 1 let. c OBVM-CFB ne s'applique qu'aux investisseurs qui cherchent à prendre le contrôle d'une société dans le cadre d'une offre publique d'acquisition.

Si la CFB ne devait pas partager cette opinion, nous attirons votre attention sur le fait que lorsqu'un intermédiaire financier investit dans un produit structuré dont il n'est pas lui-même l'émetteur, il ne dispose généralement pas des informations lui permettant de décomposer ce produit conformément à l'art. 13 al. 1 let. c OBVM-CFB. Pour le surplus, la façon dont l'émetteur d'un produit structuré va couvrir son risque (*hedging*) va évoluer dans le temps (jusqu'à l'échéance du produit) en fonction de l'évolution du cours des instruments sous-jacents. Les intermédiaires financiers qui investissent dans des produits financiers et produits structurés dont ils ne sont pas eux-mêmes les émetteurs ne disposent tout

simplement pas des moyens techniques pour respecter l'obligation qui découle de l'art. 13 al.1 let. c OBVM-CFB.

#### Art. 13 al. 5 à 7 OBVM-CFB

Nous considérons que les art. 13 al. 5 à 7 OBVM-CFB concernent plutôt les modalités selon lesquelles les déclarations de dépassement de seuils doivent être effectuées et qu'à ce titre, elles devraient plutôt figurer à l'art. 17 OBVM-CFB.

En ce qui concerne plus particulièrement l'art. 13 al. 5 OBVM-CFB, nous considérons que l'obligation d'annoncer séparément et indépendamment les unes des autres (i) les positions d'acquisition selon l'art. 13 al. 5 let. a OBVM-CFB et (ii) les positions d'aliénation selon l'art. 13 al. 5 let. b OBVM-CFB va trop loin. Selon nous, une telle disposition n'est pas de nature à améliorer la transparence sur le marché boursier suisse et va plutôt générer de la confusion auprès des intermédiaires financiers. Nous suggérons dès lors de supprimer cette disposition.

S'agissant de l'art. 13 al. 5 OBVM-CFB, nous vous renvoyons aux commentaires formulés ci-dessus par rapport aux produits financiers et produits structurés (voir art. 13 al. 1 OBVM-CFB).

Finalement, nous prenons bonne note que l'Instance pour la publicité des participations aura la responsabilité de régler les détails liés à la déclaration des instruments financiers couverts par l'art. 13 OBVM-CFB. Vu la complexité des questions liées à la décomposition de certains produits financiers et produits structurés, nous considérons que le délai transitoire prévu à l'art. 46a OBVM-CFB devrait être étendu au-delà du 31 janvier 2008.

#### Art. 16 OBVM-CFB

A titre préliminaire, nous souhaitons rappeler que les fonds en valeurs mobilières de droit suisse et les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières conformes à la Directive européenne (ci-après les "**OPCVM**") ne sont pas autorisés à détenir plus de 10% des droits de vote d'un même émetteur, ni à exercer une influence notable sur la gestion des affaires des sociétés dans lesquelles ils investissent (voir art. 84 OPCC pour les fonds en valeurs mobilières de droit suisse).

Dans la mesure où ces véhicules de gestion collective doivent, de par la loi, rester des investisseurs passifs, nous considérons que l'obligation qui leur est faite de déclarer les instruments financiers couverts par l'art. 13 OBVM-CFB va trop loin. Dans la mesure où ces véhicules de gestion collective ne sont pas autorisés à prendre le contrôle des sociétés dans lesquelles ils investissent par le biais d'une offre publique d'acquisition, l'art. 20 al. 2bis LBVM devrait les dispenser de déclarer les instruments financiers couverts par l'art. 13 OBVM-CFB.

Nous suggérons dès lors que l'art. 16 OBVM-CFB fasse une distinction entre (i) les fonds en valeurs mobilières de droit suisse et les OPCVM de droit européen, d'une part et (ii) les autres catégories de fonds de placement, d'autre part. Selon nous, l'art. 16 OBVM-CFB devrait expressément dispenser les fonds en valeurs mobilières de droit suisse et les

OPCVM de droit européen de l'obligation de déclarer les instruments financiers couverts par l'art. 13 OBVM-CFB.

En revanche, la situation est différente pour les autres véhicules de gestion collective qui ne qualifient pas de fonds en valeurs mobilières selon le droit suisse ou d'OPCVM selon le droit européen (par exemple les *hedge funds* établis dans des juridictions *offshore*). Ces véhicules ne sont en effet pas soumis aux mêmes restrictions en matière de prise de participations et d'offre publique d'acquisition et ils devraient dès lors être soumis au régime ordinaire concernant la déclaration de leurs participations.

#### Art. 17 OBVM-CFB

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, nous sommes d'avis que les instruments financiers couverts par l'art. 13 OBVM-CFB ne devraient faire l'objet d'une déclaration que lorsque les investisseurs envisagent de prendre le contrôle d'une société donnée par le biais d'une offre publique d'acquisition (application à la lettre du nouvel art. 20 al. 2bis LBVM). Les art. 17 al. 1 et 17 al. 1bis OBVM-CFB devraient dès lors être modifiés en conséquence.

Si ce point de vue ne devait pas être partagé par la CFB, nous vous rendons attentifs au fait que les intermédiaires financiers investissant dans des produits financiers et des produits structurés dont ils ne sont pas eux-mêmes l'émetteur ne seront pas en mesure de répondre complètement aux exigences posées par l'art. 17 al. 1bis OBVM-CFB.

#### Art. 46a OBVM-CFB

Vu la complexité des nouvelles dispositions de l'OBVM-CFB, le délai transitoire fixé au 31 janvier 2008 nous paraît trop court. Tant que l'Instance pour la publicité des participations n'aura pas précisé les détails liés à la déclaration des instruments financiers couverts par l'art. 13 OBVM-CFB, les intermédiaires financiers seront dans l'incapacité d'adapter leur organisation et de développer les outils / systèmes nécessaires pour remplir leurs obligations légales.

Nous suggérons dès lors de prévoir un délai transitoire au 30 juin 2008.

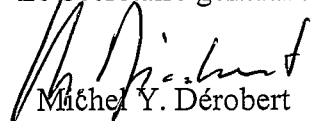
\* \* \* \* \*

Nous espérons que ces observations vous seront utiles et que vous en tiendrez compte dans le cadre de la prise de position d'économiesuisse.

Nous vous prions d'agréer, cher Monsieur, cher Thomas, l'expression de nos sentiments les meilleurs.

ASSOCIATION DES BANQUIERS  
PRIVES SUISSES

Le Secrétaire général :

  
Michel Y. Dérobert