

Révision OBVM-CFB / Avril 2007

Ordonnance en vigueur	Propositions de révision	Commentaires avril 2007
<p>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) Du 25 juin 1997 (Etat le 20 décembre 2005)</p> <p>En vertu des articles 15 alinéa 3, 19 alinéa 3, 20 alinéa 5 et 32 alinéa 2 ainsi que 6 de la Loi sur les bourses du 24 mars 1995 (LBVM), la <i>Commission fédérale des banques (Commission des banques)</i> ordonne :</p>		
<p>Chapitre 3: Publicité des participations</p>		
<p>Section 1: Obligation de déclarer</p>		
<p>Art. 13 Droits d'échange, d'acquisition et d'aliénation</p>		<p>Il ressort de la volonté exprimée du Conseil national (décision du 7 avril 2007) concernant les modifications décidées de l'art. 20 LBVM (outre la modification des seuils qui n'est <i>in casu</i> pas l'objet du débat):</p>
<p>1 Sont soumis à l'obligation de déclarer:</p>		
<p>a. l'acquisition ou l'aliénation de droits d'échange ou d'acquisition (en particulier d'options „call“) pour autant que ces droits prévoient ou permettent l'exécution en nature;</p>	<p>a. l'acquisition ou l'aliénation de droits d'échange et d'acquisition (en particulier d'options „call“) <u>ainsi que de droits d'aliénation (en particulier d'options „put“)</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Selon l'art. 20 al. 1 LBVM modifié, le calcul des seuils s'effectue par l'addition des actions et des options. En conséquence, la révision de l'art. 13 implique la suppression de l'al. 3.
<p>b. l'émission de droits d'aliénation (en particulier d'options „put“) pour autant que ces droits prévoient ou permettent l'exécution en nature.</p>	<p>b. <u>l'émission de droits d'échange et d'acquisition (en particulier d'options „call“)</u> ainsi que de droits d'aliénation (en particulier d'options „put“)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Les droits d'acquisition et d'aliénation des actions doivent être systématiquement déclarés ; il en va de même de l'acquisition et l'aliénation de droits d'aliénation. En conséquence, la révision de l'art. 13 implique la suppression de l'al. 4 let. b et le complément de l'al. 1 let. a.
<p>2 Les droits déjà déclarés en application de l'al. 1 doivent en outre être déclarés de nouveau si, du fait qu'ils sont exercés ou non, la participation atteint, dépasse ou descend en-dessous d'un seuil.</p>		<p>De l'avis de la CFB, l'obligation de déclarer les acquisitions et les aliénations de droits d'aliénation peut être introduite dans l'ordonnance sans qu'une révision préalable de l'art. 20 LBVM ne soit effectuée. En effet, on pourrait déduire du texte de l'art. 20 LBVM que le législateur a sciemment renoncé à exclure l'acquisition et l'aliénation des droits d'aliénation de l'obligation de déclarer. Il n'est néanmoins pas logique que des transactions de vente conditionnelles soient exclues de l'obligation de déclarer alors que les ventes de titres de participation doivent être déclarées. Partant, instaurer l'obligation de déclarer l'acquisition / l'aliénation des droits d'aliénation ne contredit pas l'art. 20 LBVM en vigueur.</p>
<p>3 L'acquisition ou l'aliénation de droits d'échange ou d'acquisition et l'émission de droits d'aliénation pour un volume inférieur à 5 pour cent des droits de vote ne sont pas soumises à l'obligation de déclarer, indépendamment du pourcentage des titres de participation déjà détenus. L'obligation de déclarer s'applique par contre lorsque, du fait qu'ils sont exercés, la participation atteint ou dépasse un seuil.</p>	<p>supprimer</p>	

Ordonnance en vigueur	Propositions de révision	Commentaires avril 2007
		<p>A ce propos, nous renvoyons à la procédure de consultation du 20 mars 1996 relative aux dispositions d'exécution de la loi sur les bourses, l'art. 13 (anciennement art. 12) y ayant fait l'objet de deux variantes. Le raisonnement de l'époque correspond à la révision actuellement requise:</p> <p>„Variante:</p> <p>Art. 12 Droits de conversion, d'acquisition et d'aliénation</p> <p>1 Les droits de conversion, d'acquisition et d'aliénation sont en principe soumis à l'obligation de déclarer, notamment:</p> <p>a. l'acquisition ou l'aliénation de droits de conversion et d'acquisition (en particulier d'options „call“) et de droits d'aliénation pour autant que ces droits prévoient ou permettent la livraison des actions elles-mêmes</p> <p>b. l'émission de droits de conversion et d'acquisition ainsi que de droits d'aliénation (en particulier d'options „put“) pour autant que ces droits prévoient ou permettent la livraison des actions elles-mêmes.</p> <p>38 Dans la deuxième variante, les droits de conversion, d'acquisition ou d'aliénation doivent systématiquement être déclarés (al. 1). Les opérations mentionnées à l'al. 4 de la première variante ne sont plus exclues de l'obligation d'être déclarées. L'art. 20 al. 2 LBVM est interprétée de manière plus extensive; l'obligation de devoir déclarer les aliénations d'actions respectivement le fait d'atteindre ou de dépasser par le bas des seuils fixés s'applique de manière analogue aux dérivés. Le but inhérent à l'obligation de déclarer, à savoir l'amélioration de la transparence du marché, est plus facilement atteignable en instaurant une obligation de déclarer qui s'applique à toutes les transactions plutôt qu'aux seules acquisitions</p> <p>Cette solution est finalement davantage conforme à la loi puisque cette dernière ne prévoit pas d'exceptions à l'obligation de déclarer.“</p>

Ordonnance en vigueur	Propositions de révision	Commentaires avril 2007
<p>4 Ne sont pas soumises à l'obligation de déclarer:</p> <p>a. l'émission de droits d'échange ou d'acquisition;</p> <p>b. l'acquisition et l'aliénation de droits d'aliénation.</p>	Supprimer	<ul style="list-style-type: none"> Dès lors que l'objectif principal du Conseil national consiste à obtenir davantage de transparence sur le marché, il sied également de soumettre l'émission de droits d'échanges ou d'acquisition tels que les « cash settlement options » à l'obligation de déclarer. En conséquence, la révision de l'art. 13 implique la suppression de l'al. 4 let. a, le complément de l'al. 1 let. b, et la suppression de la dernière partie de la phrase à l'al. 1 let. a et b. <p>La question de savoir si l'obligation de déclarer les « cash settlement options » doit être expressément exigée est discutable ; les éventuelles opérations frauduleuses doivent actuellement être déclarées. Dans la pratique, il est extrêmement difficile de prouver une fraude, et donc de la sanctionner. Rien ne s'opposerait à la suppression de ce passage quand bien même la sanction d'opérations frauduleuses ne s'avérerait pas problématique.</p>
Chapitre 4: Obligation de présenter une offre		
Section 2: Calcul du prix de l'offre		
Art. 37 Cours de bourse		
(art. 32 al. 4, 5 et 6 LBVM)		
1 Le prix de l'offre doit correspondre au minimum au cours de bourse pour chaque catégorie de titres de participation.		
2 Le cours de bourse au sens de l'art. 32, al. 4, de la loi correspond à la moyenne des cours d'ouverture auprès d'une bourse suisse pendant les 30 jours boursiers précédant la publication de l'offre.	2 Le cours de bourse au sens de l'art. 32, al. 4, de la loi correspond à la moyenne <u>des 60 cours moyens auprès d'une bourse suisse, calculés en fonction de la pondération des volumes, des jours précédant la publication de l'offre respectivement l'annonce préalable.</u>	<p><u>Cours de bourse:</u></p> <p>Le risque et la possibilité existent que l'offrant influence les cours d'ouverture de bourse. Pour cette raison, la référence aux 60 cours moyens calculés en fonction de la pondération des volumes est une valeur de référence adéquate.</p> <p><u>Durée pertinente:</u></p> <p>La pratique de ces dernières années a montré que, dans certains cas, il n'y avait pas toujours un cours d'ouverture pour chacun des 30 jours boursiers précédant la publication de l'offre. La réforme prévue permettrait d'instaurer une base de calcul uniforme.</p>
3 Il est corrigé de l'impact d'événements particuliers survenus durant cette période, tels que des paiements de dividende ou des transactions portant sur le capital, sic et impact est important.	3 Il est corrigé de l'impact d'événements particuliers survenus durant cette période, tels que des paiements de dividende ou des transactions portant sur le capital, sic et impact est important. <u>Dans son rapport, le réviseur (art. 25 LBVM) doit confirmer l'adéquation des corrections et exposer les bases de calculs.</u>	La question de savoir si la correction du cours de bourse est adéquate, doit être examinée par un expert. La compétence du réviseur apparaît <i>in casu</i> appropriée.

Ordonnance en vigueur	Propositions de révision	Commentaires avril 2007
	<p><u>4 Si les titres de participation cotés ne sont pas liquides avant la publication de l'offre, respectivement l'annonce préalable, le réviseur procédera à leur évaluation (art. 25 LBVM). Le réviseur doit indiquer la méthode de calcul ainsi que les bases de calcul dans son rapport.</u></p>	<p>Adaptation à l'art. 37 al. 2;</p> <p>Conformément à la pratique de la COPA s'agissant de l'examen du respect des règles sur le prix minimum, il est nécessaire de procéder à une évaluation du titre de la société cible dans le cadre d'un marché illiquide, dès lors que l'on ne peut prendre en considération des cours de bourse isolés comme référence.</p> <p>Dans l'ordonnance, il est préférable de parler de titre «liquide» plutôt que de titres «régulièrement négociés», respectivement «regelmässig gehandelt». La notion de liquide est en effet beaucoup moins restrictive et ne suggère pas, à tort, que seule la régularité, respectivement la fréquence des transactions ou des volumes traités est pertinente pour déterminer si un titre est liquide ou non.</p> <p>Les arguments suivants plaident pour la non-inscription d'une définition dans l'ordonnance</p> <p>Comme la pratique actuelle le démontre, il n'est pas forcément nécessaire de fixer une définition dans une ordonnance. Le marché accepte en tous les cas le système actuel. Si problème il y a, c'est celui de la définition en tant que telle et non son ancrage ou non dans la législation.</p> <p>La flexibilité est assurée. Un amendement de la pratique, même si il est soumis à certaines règles est relativement simple et surtout rapide. Une modification de la définition dans une ordonnance conduit à une révision partielle de l'ordonnance et est donc soumise au processus législatif y afférant. La pratique s'élabore en principe avec le temps et de manière dynamique sur la base de nouvelles expériences concrètes. A l'opposé, la révision d'une ordonnance est par nature plus ponctuelle.</p> <p>Dans l'hypothèse dans laquelle un ou plusieurs critères supplémentaires (exemple: volume quotidien minimal, régularité du négoce, fréquence des transactions, un volume pouvant être absolu ou relatif en fonction, notamment, du flottant (free float) ou du nombre d'actions en circulation) sont fixés dans l'ordonnance, la nouvelle définition n'aura pas encore été testée dans la pratique. Dans ces conditions, l'on ne peut pas totalement exclure que la définition fixée dans l'ordonnance se révèle à l'usage trop complexe, voire même totalement inadéquate. Le cas échéant, une révision urgente de l'ordonnance s'imposerait avec les inconvénients que cela entraîne.</p> <p>L'on peut envisager de renforcer la pratique en la fixant sous la forme d'une Communication («Mitteilung») de la Commission des OPA, afin de garantir une sécurité juridique adéquate.</p> <p>Il est proposé donc de ne pas intégrer de nouvel alinéa contenant une définition de la liquidité à l'article 37 OBVM-CFB. Cela risquerait de «figer» inutilement la nouvelle définition. En revanche la CFB est en faveur d'inscrire uniquement dans l'ordonnance qu'un titre illiquide doit faire l'objet d'une évaluation (nouvel alinéa 4).</p>

Ordonnance en vigueur	Propositions de révision	Commentaires avril 2007
Art. 38 Prix de l'acquisition préalable <small>(art. 32 al. 4, 5 et 6 LBVM)</small>		
1 Le prix de l'acquisition préalable correspond au prix le plus élevé payé par l'acquéreur pour des titres de participation de la société visée au cours des douze mois précédant la publication de l'offre.	1 Le prix de l'acquisition préalable correspond au prix le plus élevé payé par l'acquéreur pour des titres de participation de la société visée au cours des douze mois précédant la publication de l'offre, <u>respectivement l'annonce préalable.</u>	Adaptation à l'art. 37 al. 2 pour la détermination du prix de l'acquisition préalable.
2 Il doit être calculé séparément pour chaque catégorie de titres de participation. Le rapport raisonnable entre les prix de plusieurs catégories de titres de participation au sens de l'art. 32, al. 5, de la loi se détermine en fonction du prix de plus élevé payé pour un titre de participation par rapport à sa valeur.		
3 Lorsque le prix de l'acquisition préalable inclut non seulement la valeur des titres de participation payés en espèces, mais aussi d'autres prestations importantes de l'acquéreur ou de l'aliénateur, telles l'octroi de garanties ou des prestations en nature, le prix minimum peut être augmenté ou diminué du montant correspondant à la valeur de ces autres prestations.		
4 L'augmentation ou la diminution doit être vérifiée par un organe de contrôle (art. 25 de la loi). Celui-ci établit un rapport et le soumet à la Commission des offres publiques d'acquisition au moins une semaine avant la publication de l'offre.	4 <u>Dans son rapport, le réviseur (art. 25 LBVM) doit confirmer l'adéquation de l'augmentation ou de la diminution selon l'alinéa 3 et doit exposer son calcul.</u>	Le résultat de cet examen, basé sur le principe de la transparence, ne doit pas seulement être remis à la COPA mais également publié dans le prospectus de l'offre.