



10 avril 2013

Rapport explicatif concernant la révision de l'ordonnance sur les bourses

Mise en œuvre de la révision de la loi sur les
bourses (délits boursiers et abus de marché)

1 Contexte

Le 28 septembre 2012, le Parlement a approuvé sans modification la révision de la loi sur les bourses (délits boursiers et abus de marché) proposée par le Conseil fédéral dans son message du 31 août 2011¹. Cette révision instaure, tant sur le plan pénal que dans le droit de la surveillance, des dispositions qui combattent efficacement les comportements abusifs sur le marché et qui tiennent compte de la réglementation internationale. L'intégrité et la compétitivité de la place financière suisse s'en trouvent ainsi renforcées.

Sur le plan du droit pénal, la révision de la loi étend et précise notamment les éléments constitutifs du délit d'initiés. Celui-ci et l'infraction pénale de manipulation de cours sont transférés du code pénal (CP) dans la loi sur les bourses. Afin de répondre aux recommandations du Groupe d'action financière (GAFI), le délit d'initiés et la manipulation de cours sont désormais qualifiés de crime.

Sur le plan du droit de la surveillance, le délit d'initiés et la manipulation de marché sont interdits pour tous les acteurs de marché. Contrairement à l'infraction pénale de manipulation de cours, l'interdiction de manipulation de marché englobe les opérations fictives et les transactions réelles à caractère manipulatoire. Pour faire respecter ces interdictions et les dispositions sur la publicité des participations, l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) peut à présent appliquer certains instruments de surveillance non seulement aux assujettis, mais également aux autres acteurs de marché. Par ailleurs, le champ d'application des dispositions sur la publicité des participations et sur les offres publiques d'acquisition est étendu aux sociétés ayant leur siège à l'étranger et dont au moins une partie des titres sont cotés en Suisse à titre principal. Enfin, il faut souligner que la possibilité de payer des primes de contrôle est abolie dans le droit des offres publiques d'acquisition.

La présente modification de l'ordonnance sur les bourses crée les dispositions d'exécution relatives à la révision de la loi correspondante.

2 Commentaire des dispositions

Chapitre 4a Cotation à titre principal

Art. 53b

A l'avenir, les dispositions sur la publicité des participations (art. 20 s. de la loi sur les bourses, LBVM²) et sur les offres publiques d'acquisition (art. 22 ss LBVM) s'appliqueront également aux participations dans des sociétés ayant leur siège à l'étranger (sociétés étrangères) et dont au moins une partie des titres sont cotés en Suisse à titre principal (cf. art. 20, al. 1, et art. 22, al. 1, let. b, LBVM). L'art. 53b, al. 1, crée une sécurité juridique en relation avec l'expression «cotation à titre principal» et garantit l'utilisation uniforme de celle-ci dans la législation sur la publicité des participations et sur les offres publiques d'acquisition. Ainsi, les titres d'une société ayant son siège à l'étranger sont cotés à titre principal en Suisse si ladite société remplit au moins les mêmes obligations que les sociétés ayant leur siège en Suisse en ce qui concerne la cotation et le maintien de la cotation auprès d'une bourse en Suisse. Selon la situation juridique actuelle, c'est le cas lorsqu'une entreprise étrangère est cotée à titre primaire conformément aux dispositions de cotation de SIX Swiss Exchange. Si, dans

¹ FF 2011 6329

² RS 954.1

un cas particulier, une bourse accorde à une entreprise étrangère certaines facilités qui peuvent également être octroyées à des entreprises suisses, la condition selon laquelle la société étrangère doit remplir au moins les mêmes obligations pour la cotation et le maintien de la cotation auprès d'une bourse en Suisse est satisfaite.

Sans autres indications, les investisseurs ne peuvent savoir de manière fiable si les titres d'une société étrangère sont cotés à titre principal en Suisse. De plus, comme les entreprises étrangères ne sont pas inscrites au registre du commerce suisse, il est difficile, voire impossible, pour les investisseurs de calculer le nombre actuel de titres de participation émis et les droits de vote connexes afin de déterminer leur poids dans l'actionnariat. L'application pratique des dispositions sur la publicité des participations et sur les offres publiques d'acquisition n'est donc pas garantie pour les sociétés étrangères. C'est pourquoi l'art. 53b, al. 2, impose à la bourse de publier les titres de sociétés ayant leur siège à l'étranger qui sont cotés en Suisse à titre principal. Par ailleurs, ces sociétés doivent publier le nombre actuel des titres émis et les droits de vote correspondants (art. 53b, al. 3). Conformément à l'art. 20 LBVM, le nombre total de titres émis englobe également les titres détenus par l'émetteur. A cet égard, la possibilité d'exercer ou non des droits de vote n'est pas pertinente.

La FINMA et la bourse précisent le type de publication requise au titre de l'art. 53b, al. 3 (cf. art. 7, al. 1, de la loi du 22 juin 2007 sur la surveillance des marchés financiers³ et art. 5, al. 3, LBVM). Il faut s'assurer que ces informations sont facilement accessibles pour les investisseurs.

Chapitre 5a Exceptions à l'interdiction du délit d'initiés et de manipulation de marché

Art. 55 **Objet**

Les nouvelles interdictions prudentielles ancrées dans la loi sur les bourses qui concernent le délit d'initiés (art. 33e, al. 1, LBVM) et la manipulation de marché (art. 33f, al. 1, LBVM) ont été formulées de manière large. Comme elles englobent également des comportements justifiés en termes économiques, le Conseil fédéral a été habilité à émettre des prescriptions sur l'utilisation licite des informations d'initiés et sur les comportements licites en lien avec la manipulation de marché (cf. art. 33e, al. 2, et art. 33f, al. 2, LBVM). Le nouveau chapitre 5a «Exceptions à l'interdiction du délit d'initiés et de manipulation de marché» de l'ordonnance sur les bourses définit donc de manière exhaustive tous les comportements autorisés même s'ils relèvent des interdictions prudentielles du délit d'initiés et de manipulation de marché (cf. art. 53a). Les comportements qui ne sont pas soumis à ces interdictions ne sont pas mentionnés dans l'ordonnance. Ils sont dès lors autorisés. Il s'agit notamment:

- des opérations sur valeurs mobilières qui sont exécutées en ayant connaissance d'une information d'initiés sans que cette connaissance influe sur l'opération (par ex. poursuite d'une stratégie de placement existante qui a été définie indépendamment des informations d'initiés ou exercice de droits de préemption dans le cadre d'une convention d'actionnaires avec pour but préétabli de conserver les rapports de contrôle);
- des opérations sur valeurs mobilières qui sont exécutées sur la base d'informations ne constituant pas des informations d'initiés (par ex. informations issues du carnet d'ordres de la bourse);

³ RS 956.1

- des opérations de soutien de cours au sens de mise à la disposition d'un marché, l'émetteur ou un tiers mandaté veillant à la liquidité du négoce d'un titre (pour lutter contre de fortes hausses de cours)⁴;
- des opérations de tenue de marché (*market making*) destinées à assurer simultanément la liquidité d'une valeur mobilière au niveau de l'achat et de la vente et à réduire l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur;
- de la passation presque simultanée d'ordres d'achat et de vente d'un même instrument financier d'un émetteur sur différentes places boursières en vue d'un arbitrage.

Dans sa circulaire 2008/38 «Règles de conduite sur le marché» (Circ.-FINMA 2008/38), qui est entièrement révisée actuellement, la FINMA continuera à fournir pour des raisons de sécurité juridique des exemples de comportements autorisés et proscrits dans le cadre du négoce de valeurs mobilières. Une telle énumération à titre d'exemple dans l'ordonnance sur les bourses ne saurait être exhaustive et pourrait inciter à en tirer des arguments a contrario injustifiés; elle serait peu souple et irait à l'encontre du caractère généralement abstrait d'une ordonnance. Il faut noter que les exceptions définies dans l'ordonnance s'appliquent de manière absolue. Il s'agit en l'espèce de *Safe Harbours* qui ne sauraient en aucune circonstance être considérés comme un délit d'initiés ou une manipulation de marché. A l'inverse, les opérations sur valeurs mobilières et les comportements autorisés dans la Circ.-FINMA étaient jusqu'à présent définis en tant qu'*Accepted Market Practices*. Ils justifiaient l'hypothèse selon laquelle une opération sur valeurs mobilières ou un comportement repose sur une base légitime. La preuve du contraire était permise. Il faut garder à l'esprit ce changement fondamental de conception lorsque l'on compare ci-après les dispositions de l'ordonnance sur les bourses et la réglementation précédente.

En vertu de l'art. 14 CP⁵, les exceptions de l'ordonnance sur les bourses s'appliquent également aux infractions pénales de délit d'initiés (art. 40 LBVM) et de manipulation de cours (art. 40a LBVM). Dans le cas de cette dernière, l'applicabilité de l'art. 14 CP est plutôt théorique, car les exceptions indiquées dans l'ordonnance sur les bourses portent sur des transactions réelles qui ne sont pas concernées par l'infraction pénale correspondante. Cette situation juridique n'est sciemment pas abordée explicitement dans l'ordonnance sur les bourses, car cela pourrait inciter à en tirer des arguments a contrario non souhaités dans l'application de l'art. 14 CP.

Art. 55b Rachat de titres propres

Généralités

Le rachat de titres propres envoie souvent un signal (positif) sur le marché des capitaux. Il indique notamment que la direction de l'entreprise est bien disposée à l'égard de ses actionnaires et veut leur rendre des fonds non nécessaires à l'exploitation, qu'elle considère que ses actions sont sous-évaluées et qu'elle souhaite les détruire pour concentrer ses bénéfices futurs. Le rachat devant être exécuté avec les fonds libres, l'annonce d'un rachat de titres propres traduit également, en général, la bonne santé financière de la société. Conscient des effets positifs qu'un rachat de titres peut avoir sur le cours des actions, l'investisseur évaluera dans de nombreux cas les titres de la société concernée à un niveau plus élevé. Le rachat de titres propres peut dès lors relever de l'interdiction de manipulation de marché au sens de

⁴ Cf. à ce sujet les explications sur l'art. 55e.

⁵ RS 311.0

l'art. 33f, al. 1, LBVM. On peut également envisager qu'il soit soumis à l'interdiction du délit d'initiés selon l'art. 33e, al. 1, LBVM.

Cette situation n'est pas satisfaisante, d'autant que le rachat de titres propres est généralement justifié sur le plan économique, notamment pour réduire les liquidités excédentaires, optimiser la structure du capital ou remplir des obligations de conversion. L'art. 55b autorise donc le rachat de titres propres sous certaines conditions qui doivent garantir la transparence, l'égalité de traitement des investisseurs et le bon fonctionnement du marché financier (cf. art. 1 LBVM), même s'il relève des interdictions prudentielles du délit d'initiés et de manipulation de marché. Le rachat de titres propres qui ne contrevient pas aux interdictions mentionnées est dès lors autorisé, bien qu'il ne corresponde pas à un *safe harbour*.

Sur le fond, cette disposition correspond dans une large mesure à la réglementation actuelle de la FINMA qui, dans le cadre de la circulaire mentionnée plus haut, autorise le rachat de valeurs mobilières propres dans le cadre d'un programme de rachat d'actions conformément à la circulaire n° 1 «Programmes de rachat» de la Commission des offres publiques d'acquisition (COPA) (cf. Cm 21 et 33, Circ.-FINMA). La principale condition de validité de cette exception est la suivante: le rachat de titres propres doit s'effectuer dans le cadre d'une offre publique de rachat, c'est-à-dire d'un programme de rachat. Tout rachat de titres propres exécuté en dehors d'un tel programme, par exemple dans le cadre de l'arbitrage, est autorisé pour autant qu'il ne contrevienne pas aux interdictions prudentielles du délit d'initiés et de manipulation de marché. En raison de leur manque de transparence, il n'est toutefois pas justifié d'autoriser ces rachats s'ils reposent sur des informations d'initiés ou contribuent à manipuler le marché. De plus, l'exception s'applique uniquement lorsque les périodes de blocage mentionnées à l'art. 55c sont respectées (cf. explications sur l'art. 55c). Il n'existe en revanche aucune exception générale pour les rachats qui ne dépassent ni 2 % du capital, ni les droits de vote de l'offrant (cf. Circ.-COPA, Cm 38). Un délit d'initiés et une manipulation de marché sont possibles et portent atteinte au marché même pour un programme de rachat qui reste en-deçà de cette valeur limite. Par ailleurs, une telle exception irait à l'encontre du droit de l'UE et compromettrait sérieusement l'accès des prestataires de services financiers suisses au marché européen (cf. ch. 3.3). Dans la législation précédente, une exemption générale était possible uniquement car la FINMA pouvait prouver l'abus de marché dans un cas particulier. Cela ne sera toutefois plus possible à l'avenir.

L'art. 55b ne réglemente pas de manière exhaustive les rachats de titres propres dans le cadre d'offres publiques d'acquisition, mais uniquement sous l'aspect d'un abus de marché, c'est-à-dire d'un délit d'initiés et d'une manipulation de marché. Les dispositions du droit des offres publiques d'acquisition (art. 22 ss LBVM, y compris les dispositions d'exécution) demeurent donc réservées. La Circ.-COPA n° 1 continuera à s'appliquer en la matière. Elle sera toutefois entièrement révisée en raison de la modification de la loi sur les bourses et de la présente ordonnance. Ses prescriptions actuelles concernant les comportements abusifs sur le marché seront supprimées au profit d'un renvoi vers l'ordonnance sur les bourses. La circulaire ne comportera plus dès lors que des dispositions sur d'autres aspects du droit des offres publiques d'acquisition (OPA). La réglementation de l'ordonnance sur les bourses ne chevauchera pas celle de la Commission des OPA.

Al. 1

La disposition définit les conditions dans lesquelles le rachat de titres propres au prix du marché dans le cadre d'une offre publique de rachat est autorisé même s'il est soumis aux art. 33e et 33f LBVM. Sur le fond, elle correspond dans une large mesure à la réglementation actuelle de la FINMA (cf. Cm 21 et 33, Circ.-FINMA). Ainsi, il faut que le programme de

rachat dure au plus trois ans (let. a), que le volume total des rachats ne dépasse pas 10 % du capital et des droits de vote et 20 % de la part librement négociable des titres de participation (let. b), qu'aucun cours ne soit fixé pendant les interruptions de négoce et les fixings d'ouverture et de clôture (let. e) et que les éléments essentiels du programme de rachat soient publiés au moyen d'une annonce avant le début du programme de rachat et restent accessibles au public pendant toute la durée du programme (let. g).

D'après la let. c, le volume journalier des rachats ne doit pas dépasser 25 % du volume journalier moyen négocié sur la ligne de négoce ordinaire pendant les 30 jours précédant la publication du programme de rachat. Une restriction du volume pour les seuls rachats sur la ligne de négoce ordinaire – telle qu'elle était prévue jusqu'à présent – ne se justifie pas, car elle pourrait être contournée à l'aide d'opérations hors bourse. De plus, contrairement à la réglementation en vigueur, la nouvelle disposition ne repose plus sur le jour de bourse actuel ou précédent. En se basant sur les 30 jours précédant la publication du programme de rachat, on s'assure que les rachats correspondent au volume de négoce normal d'une valeur mobilière, c'est-à-dire qu'ils n'exercent si possible aucune influence sur celui-ci. Cela offre une meilleure garantie que le droit en vigueur ou, par exemple, un calcul reposant sur les 30 jours précédant chaque rachat. Si celui-ci était considérablement entravé par des restrictions étendues, la Commission des OPA a toujours la possibilité d'autoriser une exception (cf. al. 3).

Pour être applicable, l'exception impose par ailleurs que le prix d'acquisition ne dépasse pas le dernier prix payé par une personne indépendante de l'offrant sur la ligne de négoce ordinaire ou le meilleur prix actuel offert par une personne indépendante de l'offrant sur la ligne de négoce ordinaire, pour autant que celui-ci soit inférieur au dernier prix payé par une personne indépendante de l'offrant sur la ligne de négoce ordinaire (let. d). Par prix offert, on entend le cours demandé (cours acheteur), à savoir le prix proposé pour les valeurs mobilières par un autre acquéreur potentiel. La possibilité qui existait jusqu'à présent de payer sur une ligne de négoce séparée un prix supérieur au dernier prix offert sur la ligne de négoce ordinaire pouvait servir à manipuler le cours de ses propres titres. La FINMA était alors en mesure de prouver l'abus de marché.

Or cette preuve est désormais exclue en raison de la nouvelle disposition au sens d'un *Safe Harbour*. C'est pourquoi la réglementation des prix mentionnée doit être adaptée conformément à la let. d proposée. Par ailleurs, la possibilité de verser un prix plus élevé sur une seconde ligne de négoce diverge clairement du droit européen. Si elle était conservée dans l'ordonnance sur les bourses en dépit du potentiel manifeste de manipulation, l'accès des prestataires de services financiers suisses au marché européen pourrait être gravement compromis (cf. ch. 3.3).

La disposition définie à la let. d n'interdit pas de fait le négoce sur une seconde ligne de négoce, mais uniquement lorsque celui-ci vise effectivement à manipuler le marché. Le rachat sur une seconde ligne de négoce étant fiscalement intéressant pour l'émetteur, l'al. 4 énonce une hypothèse qui accroît la sécurité juridique relative à ce type de rachat (cf. explications sur l'al. 4).

La vente de titres propres pendant un programme de rachat peut répondre à des intérêts commerciaux légitimes, notamment si elle sert à exécuter des programmes de participation des collaborateurs ou est proposée pour des raisons fiscales. Toutefois, si elle n'est pas exécutée pour satisfaire de tels plans, elle est susceptible de conduire à des comportements contradictoires et de tromper le marché. Par conséquent, l'exception s'applique uniquement si les ventes de titres propres pendant le programme de rachat sont annoncées à la bourse le jour de bourse suivant leur exécution et sont publiées par l'émetteur au plus tard le cin-

quième jour de bourse suivant leur exécution. En outre, leur volume journalier ne doit pas dépasser 5 % du volume journalier moyen négocié sur la ligne de négoce ordinaire pendant les 30 jours précédant la publication de ce programme. Les ventes au sens d'octrois ou de livraisons de titres qui servent directement ou indirectement à exécuter des plans de participation des collaborateurs pendant le programme de rachat sont autorisées sans obligations ni restrictions, car elles ne sont pas réalisées en fonction des conditions du marché et, dans certaines circonstances, ne peuvent être influencées par l'émetteur. De plus, dans de nombreux cas, un blocage ne permet pas un négoce immédiat (let. g).

Enfin, les rachats individuels doivent être déclarés à la bourse en tant que partie du programme de rachat et publiés par l'émetteur au plus tard le cinquième jour de bourse suivant le rachat (let. h).

La FINMA et/ou la Commission des OPA préciseront les conditions énoncées, notamment l'étendue de l'obligation d'annonce et le type de publications requises.

Al. 2

Cette disposition définit les conditions dans lesquelles le rachat de titres propres à un prix fixe ou par émission d'options de vente dans le cadre d'une offre publique de rachat est autorisé, même s'il est soumis aux art. 33e et 33f LBVM. Sur le fond, elle correspond dans une large mesure à la réglementation actuelle. Il faut que le programme de rachat dure au moins dix jours de bourse (let. a), que le volume total des rachats ne dépasse pas 10 % du capital et des droits de vote et 20 % de la part librement négociable des titres de participation (let. b) et que les éléments essentiels du programme de rachat soient publiés au moyen d'une annonce avant le début du programme de rachat et restent accessibles au public pendant toute la durée du programme (let. c). Enfin, les rachats individuels doivent être publiés par l'émetteur au plus tard un jour de bourse après la fin du programme de rachat (let. d).

Al. 3

D'après l'art. 55b, al. 2, la Commission des offres publiques d'acquisition peut, dans certains cas, approuver des rachats d'un volume plus important que prévu à l'al. 1, let. b et c, et à l'al. 2, let. b, si cela est compatible avec les intérêts des investisseurs. Les exceptions ne sont dès lors possibles que si l'intégrité du marché est garantie. Cette disposition se réfère notamment à la pratique précédente de la Commission, qui autorisait un volume de rachat supérieur aux prescriptions lorsqu'il était garanti que le rachat n'entraînerait ni un changement déterminant des rapports de contrôle, ni une réduction excessive de la part librement négociable. Par ailleurs, une exception pourrait se justifier si une activité exceptionnellement faible du marché durant les 30 jours précédant la publication du programme de rachat, qui servent à calculer le volume journalier moyen négocié, implique une prolongation de cette période.

Al. 4

Les art. 33e, al. 1, let. a, et 33f, al. 1, LBVM sont réputés respectés si le prix d'acquisition payé sur une ligne de négoce séparée dépasse de 2 % au plus le dernier cours atteint sur la ligne de négoce ordinaire ou le meilleur prix actuel offert sur la ligne de négoce ordinaire, pour autant que celui-ci soit inférieur au dernier cours atteint sur la ligne de négoce ordinaire. Comme indiqué pour l'al. 1, cette hypothèse vise à accroître la sécurité juridique relative aux

rachats sur une seconde ligne de négoce. L'autorité compétente est libre de prouver le contraire. Cette réglementation ne constituant pas un *safe harbour*, elle ne peut servir de motif de justification au sens de l'art. 14 CP. La limite fixée à 2 % tient compte de l'environnement de taux actuel. Si celui-ci devait changer considérablement, une adaptation de la limite serait indispensable.

Art. 55c Périodes de blocage

Les exceptions prévues à l'art. 55b, al. 1 et 2, ne s'appliquent pas au rachat de titres propres s'il est annoncé ou en cours pendant les périodes mentionnées à l'art. 55c, al. 1. Pendant ces périodes dites de blocage, l'émetteur dispose en effet d'informations d'initiés importantes, dont l'utilisation affecterait la transparence du négoce boursier, l'égalité de traitement des investisseurs et le bon fonctionnement de ce négoce (délict d'initiés). De plus, comme le rachat d'un gros volume de titres propres pendant les périodes de blocage serait de nature à tromper le marché, les biens juridiques mentionnés relèvent également de la manipulation de marché. Les comptes trimestriels et semestriels non révisés sont également considérés comme des comptes au sens de la let. c.

Dans les cas énoncés à l'art. 55c, al. 2, les informations d'initiés éventuellement détenues par l'émetteur n'influent pas sur le rachat de titres propres. Celui-ci est alors expressément autorisé, même pendant les périodes de blocage. Par ailleurs, la réserve émise à la let. b s'applique uniquement aux émetteurs qui sont simultanément des négociants en valeurs mobilières, car la FINMA ne peut vérifier les barrières à l'information des autres émetteurs. Le terme «mois» au sens de l'al. 3 désigne un mois calendaire.

Le contenu de cette disposition correspond pour une large part à la Circ.-FINMA en vigueur (cf. Cm 21 et 33) et à la circulaire n° 1 de la Commission des OPA (cf. Circ.-COPA, Cm 13 ss, 24 et 25).

Art. 55d Contenu de l'annonce de rachat

Pour des motifs liés à la transparence, les éléments essentiels du programme de rachat sont publiés au moyen d'une annonce avant le début et pendant toute la durée du programme (cf. art. 55b, al. 1, let. g, et art. 2, let. c). L'art. 55d précise ces éléments. Il faut fournir des informations concernant l'émetteur (let. a), le type, le but et l'objet du programme de rachat (let. b) et le calendrier (let. c). Relèvent de l'objet le prix de l'offre et le prix d'exercice d'éventuelles options de vente, par catégorie de titres, ainsi que le nombre des options de vente nécessaires pour la vente d'un titre.

Le contenu de cette réglementation correspond à la Circ.-FINMA en vigueur (cf. Cm 21 et 33) et à la Circ.-COPA (cf. Cm 13 ss, 24 et 25).

Art. 55e Stabilisation du prix après un placement public de valeurs mobilières

Les opérations sur valeurs mobilières visant à stabiliser le cours d'une valeur mobilière trompent régulièrement le marché et relèvent dès lors de l'interdiction de manipulation de marché (art. 33f, al. 1, LBVM). Si elles sont en outre effectuées sur la base d'informations d'initiés, elles relèvent également de l'interdiction du délict d'initiés (art. 33e, al.1, LBVM).

La stabilisation du prix après un placement public de valeurs mobilières (stabilisation du prix) se justifie toutefois sur le plan économique. Elle sert principalement les objectifs suivants: soutenir provisoirement le cours d'émission de valeurs mobilières soumises à une pression à la vente, atténuer cette pression à la vente engendrée éventuellement par des investisseurs à court terme ou, le cas échéant, réduire la volatilité, et conserver des conditions de marché ordonnées pour les valeurs mobilières concernées. Cela va dans l'intérêt tant des investisseurs ayant souscrit ou acheté ces valeurs mobilières que des émetteurs. Les opérations sur valeurs mobilières visant à stabiliser le cours après un placement public renforcent la confiance des investisseurs et des émetteurs dans les marchés financiers. En vertu de l'art. 55e, ces opérations sont autorisées sous certaines conditions qui doivent garantir la transparence, l'égalité de traitement des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers (cf. art. 1 LBVM), même si elles relèvent des interdictions prudentielles du délit d'initiés et de manipulation de marché.

En général, les placements privés de valeurs mobilières ne concernent pas des titres dont le négoce est autorisé auprès d'une bourse ou d'une organisation analogue. Ils ne sont donc régulièrement pas soumis aux interdictions du délit d'initiés et de manipulation de marché et sont permis. Aucune disposition d'exception n'est prévue pour les rares cas où ils relèvent de ces interdictions. Cela ne serait pas approprié, car des mesures de stabilisation par placement privé ne bénéficient qu'à certains investisseurs sélectionnés et ne peuvent se justifier par la confiance des investisseurs dans les marchés financiers et leur fonctionnalité, contrairement aux placements publics.

Seules les opérations sur valeurs mobilières effectuées dans un délai de 30 jours après le placement public de la valeur mobilière à stabiliser sont concernées par cette exception (cf. art. 55e, let. a). Peu importe à cet égard qu'il s'agisse d'un premier placement ou d'un placement consécutif à une augmentation de capital. Les opérations de soutien du cours (stabilisation du cours) qui ne sont pas réalisées après un placement public de valeurs mobilières n'entrent pas dans le champ d'application de l'exception. Cette disposition s'adapte aux normes internationales éprouvées et à celles de l'UE en particulier. Ces normes n'empêchent d'ailleurs pas le soutien du cours défini comme la mise à disposition d'un marché où l'émetteur ou un tiers mandaté par celui-ci veille à la liquidité d'un titre (pour contre-carrer de fortes fluctuations de cours). Cette opération ne vise pas à fixer un cours ou à le soutenir contre une tendance du marché, mais à mettre à disposition un volume négociable (dans une certaine fourchette achat-vente qui varie selon la tendance du marché). La mise à disposition de liquidités ou la tenue de marché ne sont pas concernées par l'interdiction de manipulation de marché (art. 33f, al. 1, LBVM). Elles ne donnent en effet pas de signal inadéquat ou trompeur comme le mentionne la définition de la manipulation de marché. En revanche, si l'émetteur ou un tiers intervient sur le marché d'une telle façon que le cours du titre évolue à la hausse ou à la baisse contre la tendance du marché ou est fixé à un niveau artificiel, l'interdiction de manipulation de marché s'applique alors. La formulation des autres conditions repose sur la réglementation de l'UE.

Dans sa circulaire, la FINMA précisera la délimitation de la tenue de marché, notamment par rapport à la manipulation de marché, et, si nécessaire, les autres conditions mentionnées à l'art. 55e.

Art. 55f Autres opérations licites sur valeurs mobilières

Let. a

Sous certaines conditions et dans de rares cas, la décision propre d'acquérir ou de vendre des valeurs mobilières dont le négoce est autorisé auprès d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse ou d'utiliser des instruments financiers dérivant de ces valeurs mobilières est susceptible d'influencer les cours boursiers et peut donc correspondre à la notion d'information d'initiés au sens de l'art. 2, let. f, LBVM. Dans ce cas, la mise en œuvre de la décision serait soumise à l'interdiction du délit d'initiés. Or de telles opérations sur valeurs mobilières seraient dès lors impossibles, ce qui ne correspond ni au sens ni au but de cette interdiction. C'est pourquoi en vertu de l'art. 55f, let. a, la mise en œuvre d'une décision propre d'effectuer une opération sur valeurs mobilières est autorisée même si elle est soumise à l'interdiction du délit d'initiés, pour autant qu'elle n'ait pas été prise sur la base d'une information d'initiés.

La décision commune de plusieurs personnes est également considérée comme une décision propre. L'exception s'applique uniquement si la décision est mise en œuvre conformément au plan, c'est-à-dire sans influence ultérieure d'une information d'initiés. Cela vaut aussi pour l'application d'une décision des organes ou des tiers, en particulier des négociants en valeurs mobilières. Au demeurant, ceux-ci appliquent la décision d'une autre personne uniquement s'ils agissent pour le compte du décideur. Les organes qui effectuent des opérations sur valeurs mobilières pour leur compte propre en ayant connaissance d'une décision confidentielle et susceptible d'influencer les cours boursiers prise par une personne morale ne sont pas soumis aux dispositions d'exception.

L'une des principales applications de cette disposition est l'acquisition de valeurs mobilières de la société visée par un offrant potentiel en vue de la publication d'une offre publique d'acquisition (acquisition préalable). C'est pourquoi elle est indiquée expressément. Une telle acquisition est autorisée pour autant que la décision de publier cette offre n'ait pas été prise sur la base d'une information d'initiés. Conformément à l'art. 31 LBVM, peu importe qu'il s'agisse d'une acquisition directe ou indirecte. Est également concerné le rachat par les ayants droit économiques de la société cible ou par des personnes qui agissent d'un commun accord avec l'offrant potentiel. L'expression «offre publique d'acquisition» englobe également les offres publiques d'échange (cf. art. 2, let. e, LBVM).

En accord avec les réglementations internationales, cette disposition assoit de manière générale et exhaustive le principe selon lequel nul ne peut être son propre initié, qui est reconnu dans la doctrine et la jurisprudence suisses en lien avec l'infraction pénale de délit d'initiés (art. 40 LBVM), mais qui n'avait pas été défini précisément jusqu'à présent. Ce faisant, on établit clairement, entre autres, que ce principe n'autorise pas en général les transactions sur ses propres valeurs mobilières au regard du délit d'initiés, contrairement à des avis isolés dans la doctrine.

Let. b

Pour réaliser leurs tâches publiques, la Confédération, les cantons, les communes et la Banque nationale suisse (BNS) ont également besoin de pouvoir utiliser des informations d'initiés et d'exécuter des opérations sur valeurs mobilières qui peuvent tromper le marché. L'art. 55f, let. b, autorise donc les opérations sur valeurs mobilières de la Confédération, des cantons, des communes et de la BNS dans le cadre de leurs tâches publiques même lorsqu'elles contreviennent aux interdictions prudentielles du délit d'initiés et de manipulation de

marché, pour autant que ces opérations ne soient pas effectuées à des fins de placement.

L'existence d'une fin de placement peut être déterminée grâce à l'affectation des participations dans le patrimoine financier et le patrimoine administratif. A cet égard, il faut noter que l'acquisition de parts de capital d'entreprises à but lucratif par la Confédération n'est, de manière générale, pas autorisée à des fins de placement (cf. art. 62, al. 2, de la loi du 7 octobre 2005 sur les finances⁶).

L'art. 55f n'indique sciemment aucune exception pour les opérations boursières ou hors bourse sur valeurs mobilières entre des personnes qui disposent des mêmes informations d'initiés. Dans un tel cas, il faudrait généralement exclure que les contractants ne se dupent mutuellement. Ces opérations concernent toutefois l'égalité de traitement des autres participants au marché et, dès lors, la fonctionnalité du marché financier.

Art. 55g Communication licite d'informations d'initiés

Let. a

Agit de manière illicite toute personne qui, détenant une information dont elle sait ou doit savoir qu'il s'agit d'une information d'initiés, la divulgue à un tiers (art. 33e, al. 1, let. b, LBVM). La transmission de cette information doit cependant toujours être autorisée si son destinataire a besoin de la connaître pour remplir ses obligations légales ou contractuelles. Les obligations légales doivent être indiquées dans une loi au sens formel ou matériel. Quant aux obligations contractuelles, seules celles dont la validité respecte les normes juridiques en vigueur sont prises en considération.

Est notamment autorisée la transmission d'informations d'initiés par le donneur d'ordre à des tiers mandatés. Citons à titre d'exemple la communication d'informations d'initiés à un avocat ou un autre conseiller dans le cadre d'une transaction de fusion et d'acquisition (cf. également Circ.-FINMA, Cm 18). Sont également licites la transmission d'informations d'initiés par le conseil d'administration d'une corporation de droit public à la corporation qui l'a désigné, afin que celle-ci puisse veiller à la sauvegarde de son intérêt public et donner des directives appropriées, ainsi que la transmission d'informations d'initiés lors de l'examen du respect de prescriptions de droit public de nature réglementaire (par ex. prescriptions en matière de concurrence ou concernant la formation des prix ou obligations liées à la desserte de base) ou stratégique (par ex. objectifs stratégiques et mandats de prestations).

let. b

La communication d'une information d'initiés est également autorisée lorsqu'il n'existe pas encore de relation contractuelle, mais qu'elle est indispensable à la conclusion d'un contrat. Il s'agit notamment de la communication d'informations destinées à sonder un marché, par exemple dans le cadre d'une *due diligence* en vue d'une opération de fusion et d'acquisition ou d'une transaction sur le marché des capitaux. Pour éviter tout recours disproportionné à cette exception, il est également stipulé que le détenteur de l'information précise à son destinataire que l'information d'initiés ne doit pas être utilisée (au sens de l'art. 33e LBVM) et qu'il documente sa transmission et l'indication correspondante au destinataire.

⁶ RS 611.0

Art. 58 Disposition transitoire de la modification du 10 avril 2013

L'exception énoncée à l'art. 55b s'applique également au rachat de titres propres dans le cadre d'un programme de rachat en cours lors de l'entrée en vigueur de la présente modification. Les conditions qui ne peuvent être remplies en raison de leur caractère passé ne doivent toutefois pas être satisfaites. Cette solution transitoire est acceptable du point de vue de la transparence du marché, car toute condition ne devant pas être respectée a été examinée par la Commission des OPA en vertu de la Circ.-COPA en vigueur. Concernant l'art. 55b, al. 1, let. g, et al. 2, let. c, il faut uniquement s'assurer que l'annonce du rachat est publiée pendant la durée résiduelle du programme correspondant.

3 Droit comparé avec le droit européen

3.1 Directive contre les abus de marché

La directive en vigueur 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché⁷ (ci-après: directive contre les abus de marché, MAD⁸) oblige chaque Etat membre à prévoir au minimum des mesures de droit administratif pour lutter contre les opérations d'initiés et les manipulations de marché. Les interdictions du délit d'initiés et de manipulation de marché définies dans la MAD correspondent, pour l'essentiel, aux art. 33e et 33f LBVM introduits par la révision de la loi sur les bourses. Elles ne sont toutefois pas absolues. En effet, les opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat et les mesures de stabilisation d'un instrument financier dérogent à cette interdiction (cf. art. 8 MAD), conformément au règlement d'exécution n° 2273/2003 concernant les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers (*safe harbour rules*). Par ailleurs, l'interdiction de manipulation de marché ne s'applique pas aux opérations reconnues comme pratiques de marché admises (*accepted market practice*) dans l'Etat membre concerné en vertu de la directive d'exécution 2004/72 CE (art. 1, ch. 2, let. a).

3.2 Proposition de règlement sur les abus de marché

Le 20 octobre 2011, la Commission européenne a adopté une proposition de règlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (P-MAR)⁹. Les interdictions du délit d'initiés et de manipulation de marché qui y sont mentionnées correspondent dans une large mesure au contenu des art. 33e et 33f LBVM. Elles ne s'appliquent pas aux opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat lorsque le détail du programme est communiqué avant que ne débutent les opérations, que celles-ci sont notifiées à l'autorité compétente comme faisant partie du programme de rachat, puis divulguées au public, et que des limites adéquates sont respectées en ce qui concerne les prix et les volumes (art. 3, ch. 1, P-MAR). De plus, les interdictions ne s'appliquent pas aux opérations sur actions propres destinées à la stabilisation d'un instrument financier lorsque la stabilisation n'est effectuée qu'au cours d'une période limitée, que les informations importantes concernant la stabilisation sont publiées et que des limites adéquates sont respectées en ce qui concerne les prix et les volumes (art. 3, ch. 2, P-MAR). Les conditions auxquelles les programmes de rachat et les mesures de stabilisation doivent répondre seront précisées par la Commission européenne (art. 3, ch. 3, P-MAR). Par ailleurs, le règlement ne vaut pas pour

⁷ JO L 96 du 12 avril 2003, p. 16, modifié par la directive 2010/78/UE, JO L 331 du 15 décembre 2010, p. 120.

⁸ Market Abuse Directive.

⁹ Cf. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_fr.htm

les activités se rapportant à la politique monétaire ou de change, à la gestion de la dette publique et à la politique sur le climat (art. 4 P-MAR).

La proposition de la Commission est en cours d'examen au Parlement européen et au Conseil européen. Les débats portent notamment sur le maintien de l'exception existante concernant les pratiques de marché admises. La date de l'entrée en vigueur n'a pas encore été fixée.

3.3 Comparaison du projet avec le droit européen

D'après la révision proposée de la «Directive concernant les marchés d'instruments financiers» (MIF) notamment, une équivalence du cadre de réglementation et de surveillance du pays tiers est requise pour garantir l'accès des prestataires de services financiers suisses au marché européen. Les dispositions relatives aux abus de marché sont également déterminantes en la matière. C'est pourquoi une réglementation aussi conforme que possible à celle de l'UE a été retenue lors de l'élaboration de l'ordonnance. Il est toutefois possible que la législation européenne diffère légèrement du droit suisse, car la formulation définitive du règlement sur les abus de marché dans l'UE n'a pas encore été approuvée et les dispositions d'exécution ne sont pas encore établies. D'après les estimations actuelles, l'équivalence de la réglementation suisse devrait néanmoins être reconnue.