



## **Rapport sur le projet de Circulaire n° 1 de la Commission des OPA : exonération des programmes de rachat d'actions**

### **1. Procédure de consultation**

Le présent rapport accompagne le projet de Circulaire n° 1 (**projet** ou **Circulaire n° 1**) de la Commission des OPA (**Commission**), qui a pour but de remplacer la Communication n° 1 du 28 mars 2000 sur les rachats de titres de participation. Une procédure de consultation s'adressant à tous les cercles intéressés est ouverte par la publication de ce rapport et du projet sur le site internet de la Commission le 28 avril 2009. La procédure de consultation dure six semaines, jusqu'au dimanche 7 juin 2009. Toute personne intéressée est invitée à fournir ses remarques dans ce délai, en transmettant sa prise de position au secrétariat de la Commission (counsel@takeover.ch; fax 058 854 22 91).

### **2. Principaux objectifs de la révision**

Depuis l'entrée en vigueur de la Communication n° 1 en 2000, les besoins du marché relatifs aux offres publiques présentées par un émetteur sur ses propres titres de participation cotés en bourse et l'annonce de l'intention de procéder à un tel rachat (ensemble : **programmes de rachat**) ont évolué. Les requêtes des émetteurs souhaitant procéder à un programme de rachat ont contribué au développement de la pratique de la Commission dans ce domaine. Cette évolution justifie une adaptation de la Communication n° 1, la Commission souhaitant codifier certains aspects importants qui se sont développés en pratique, afin d'assurer leur compréhension et leur communication optimale au marché. Le projet est également influencé par des remarques que la Commission a reçues et à des questions discutées en doctrine. En outre, le changement législatif intervenu au début de l'année 2009, qui soumet la Commission à la loi fédérale sur la procédure administrative justifiait également une adaptation de la Communication n° 1. Enfin, le projet concrétise le nouvel art. 4, al. 1, OOPA, lequel fixe désormais la compétence de la Commission des OPA d'examiner les programmes de rachat d'actions.

La nouvelle réglementation de la Commission en matière de programmes de rachat d'actions reçoit la forme d'une circulaire. Ce choix permet d'unifier quant à la forme la manière dont la FINMA et la Commission fixent les règles de leur pratique.

Les règles matérielles de la Circulaire n° 1 constituent un "*safe harbor*", à savoir un ensemble de conditions qui, si elles sont respectées, engendrent la présomption que le programme de rachat respecte les principes du droit des OPA, conformément à l'art. 4, al. 2, OOPA. Ceci n'exclut pas qu'un programme de rachat s'écarte de ces règles, pour autant que la Commission l'approuve dans une décision.

La Circulaire n° 1 fixe deux critères procéduraux qui, s'ils sont remplis, permettent au programme de rachat d'être examiné au cours d'une procédure d'annonce devant le secrétariat. La Commission n'est appelée à rendre une décision que dans trois cas : lorsque l'un des critères



procéduraux n'est pas satisfait, lorsque le secrétariat constate au cours de son examen en procédure d'annonce que les règles du "safe harbor" ne sont pas totalement respectées ainsi que dans les cas où une dérogation à ces règles est expressément souhaitée par le requérant. La Commission peut s'écarter totalement ou partiellement de la Circulaire n° 1 si elle l'estime justifié.

### 3. Commentaire du projet de Circulaire n°1

Cm [6] : Les principes de base du droit des offres publiques d'acquisition s'appliquent aux programmes de rachat d'actions. Ce chiffre le répète expressément s'agissant du but du programme de rachat, qui doit être annoncé et formulé de façon précise et transparente. Il doit pouvoir aisément être compris par les actionnaires et être véridique. L'indication du but sert en premier lieu aux actionnaires dans la prise de leur décision de vendre leurs actions dans le cadre du programme ou de les conserver.

Le chiffre [6] indique expressément qu'un programme peut poursuivre un ou plusieurs buts. Cette modification du texte de la Communication a été insérée afin d'offrir une plus grande flexibilité à l'offrant en raison notamment de l'interdiction fixée au chiffre [10] de procéder au rachat de titres visés par le programme en dehors de celui-ci. Cette possibilité n'étant plus offerte, il est apparu nécessaire d'assouplir la règle relative au but en accordant expressément la possibilité de fixer plusieurs buts pour un même programme de rachat.

Cm [7] : La Commission codifie ici sa pratique constante selon laquelle l'exécution d'un programme de rachat ne doit pas avoir pour conséquence une modification significative de la structure de l'actionnariat et donc ne pas mener à une modification significative des rapports de contrôle sur la société (voir à titre d'exemple recommandation du 27 octobre 2000 dans l'affaire *Mövenpick Holding AG*, consid. 2; recommandation du 2 août 2006 dans l'affaire *Sustainable Performance Group AG*, consid. 3; recommandation du 24 juin 2008 dans l'affaire *Valora Holding AG*, consid. 3). Cette règle vise à éviter qu'un actionnaire ne voie sa part relative du capital augmenter en raison du programme de rachat de telle manière qu'il dépasse un seuil pertinent pour le droit des offres publiques d'acquisition ou du droit des sociétés (par exemple : 33 1/3 % ou 50 % des droits de vote). En effet, une telle situation aurait pour conséquence un changement de contrôle au sein de l'actionnariat. L'émetteur souhaitant procéder à un programme de rachat doit donc démontrer à la Commission que l'exécution du programme, notamment l'éventuelle destruction des actions rachetées, n'entraînera pas un changement dans la manière dont le contrôle est exercé sur la société. Le formulaire "Annonce d'un programme de rachat" doit pour cette raison contenir des informations relatives aux actionnaires détenant plus de 3 % des droits de vote et leurs intentions, pour autant qu'elles soient connues du conseil d'administration. Lorsque le conseil d'administration n'a



pas connaissance des intentions de ces actionnaires, il doit l'indiquer expressément dans le formulaire.

Cm [8] : L'actuelle Communication n° 1 exige que le programme ne conduise pas à la décotation des titres concernés. Cette condition n'a jamais posé de problème en pratique étant donné que, à la connaissance de la Commission, aucune société n'a jamais subi une décotation due à un flottant trop faible. Les termes utilisés dans la Communication n° 1 n'exprimaient pas exactement le but de cette disposition. La Commission est d'avis qu'un programme de rachat ne doit pas entraîner une réduction du flottant telle que les seuils minimaux nécessaires à la cotation des titres soient franchis à la baisse. Le règlement de cotation applicable aux titres détermine ces seuils. Dans le cas de SIX Swiss Exchange, ils sont fixés par l'art. 17 du règlement de cotation, qui exige que les titres de participation aient un flottant représentant au moins 25 % de la capitalisation concernée et que cette capitalisation soit de 25 millions au moins. Un programme de rachat entraînant le franchissement à la baisse de ces seuils ne pourra pas être lancé dans le cadre la procédure d'annonce simplifiée et une délégation de la Commission devra se prononcer.

Cm [10] : La Communication n° 1 autorise actuellement les rachats d'actions en dehors d'un programme. Seules les transactions hors bourse sont interdites lors de programmes sur la 2e ligne (ch. 2.1.4 Directive SIX n°20). La Commission est d'avis que lorsqu'une société lance un programme de rachat d'actions, elle doit le planifier de telle façon qu'il couvre l'intégralité de ses besoins en actions propres. Les rachats en dehors des programmes manquent de transparence et peuvent mener à ce que le volume annoncé et autorisé du programme soit dépassé. Pour ces raisons, la Commission considère qu'il n'est pas admissible qu'un émetteur rachète ses propres actions en dehors d'un programme de rachat qu'il a annoncé.

L'interdiction du rachat de titres en dehors d'un programme entraîne obligatoirement une politique plus souple en matière de buts. Le projet de la circulaire n° 1 admet ainsi qu'un programme mentionne plusieurs buts afin d'offrir une flexibilité suffisante à l'émetteur (chiffre 6). Le changement de but est en revanche considéré comme une modification du programme de rachat et traité comme tel (voir chiffres 43 s.).

Cette interdiction justifie également que la Best Price Rule ne soit plus expressément mentionnée, étant donné que cette règle ne peut trouver application que si les achats en dehors du programme sont autorisés. L'art. 10 OOPA trouvera cependant application si l'offrant, en violation de la Circulaire n° 1, acquiert tout de même des actions visées par le programme en dehors de celui-ci.

Cm [11] : Lorsque l'émetteur vend des actions propres en cours de programme de rachat, ces transactions ne sont pas visibles par le marché. Un tel comportement peut être considéré comme contradictoire, un émetteur vendant ses propres titres d'un côté



alors qu'il a lancé un programme de rachat de l'autre. La Commission s'est penchée sur l'admissibilité d'un tel comportement et a considéré qu'une interdiction serait disproportionnée en l'espèce. Elle a décidé d'admettre qu'un émetteur vende ses propres titres en cours de programme de rachat pour autant que ces transactions soient rendues transparentes pour le marché. Le projet exige par conséquent que l'émetteur procède à la déclaration des ventes de ses propres titres qu'il effectue en cours de programme de rachat. Cette déclaration doit être effectuée conformément au chapitre 8 de l'OOPA, entraînant notamment la publication des déclarations des transactions sur le site internet de la Commission. De cette manière, ces transactions seront portées à la connaissance du marché, assurant une transparence suffisante.

La Commission renonce à introduire une solution plus sévère et à interdire les ventes d'actions propres par l'offrant au cours d'un programme de rachat. Cette solution, prévue à l'art. 6, paragraphe 1, lit. a du règlement européen 2273/2003, est apparue comme étant trop radicale. La Commission estime qu'une transparence adéquate répond suffisamment aux besoins d'un marché fonctionnel.

Cm [12] : Dans ses recommandations relatives à un programme de rachat d'actions dépassant la limite de 10 % du capital-actions, fixée à l'art. 659, al. 1, CO, la Commission a régulièrement indiqué que l'offrante avait la responsabilité de s'assurer que le programme de rachat soit mis en oeuvre de manière à ce que ces exigences du droit des sociétés soient respectées. Il est apparu à la Commission que la limite légale était en pratique souvent dépassée, raison pour laquelle elle a renforcé sa pratique et exige depuis le mois d'octobre 2008 qu'un programme soit interrompu lorsque les actions propres détenues par la société dépassent la limite de 10 % de son capital-actions. Le chiffre [12] codifie cette pratique, qui se justifie par le fait que le rachat par une société de ses propres actions correspond économiquement à une réduction de son capital, laquelle est, en droit suisse, l'objet de conditions restrictives et formellement strictes. Le dépassement de la limite de 10 % du capital-actions n'est donc possible que si les exigences des art. 732 et suivants CO sont respectées, afin de garantir le maintien des droits des créanciers. Dans la décision 408/01 du 2 avril 2009, la Commission a indiqué qu'elle admettait que les exigences des art. 732 et suivants CO soient respectées lorsque le programme de rachat est décidé par l'assemblée générale et que celle-ci prend une décision de principe portant sur la réduction de capital par destruction des actions rachetées dans le cadre du programme, en fixant le montant maximal de cette réduction (décision 408/01 du 2 avril 2009 dans l'affaire *Partners Group Holding AG*).

Rn [16]: Die Frist wurde im Vergleich zur bisherigen Mitteilung Nr. 1 von neun auf sechs Monate verkürzt. Damit wird eine Harmonisierung mit den übrigen Fristen des Übernahme- und Gesellschaftsrechts angestrebt. Die Bestimmung bezieht sich sowohl auf Jahres- als auch auf Zwischenabschlüsse.



Cm [20] : La règle contenue au ch. 2.6 de la Communication n° 1 était peu compréhensible et n'a jamais fait l'objet d'une application pratique. Elle a donc été simplifiée et le chiffre [20] indique qu'un programme de rachat à prix fixe doit être ouvert pendant au minimum 10 jours de bourse.

Rn [22]: Die Dauer des Rückkaufprogramms ist aus Gründen der Transparenz zu beschränken. Eine Maximaldauer von drei Jahren dürfte in den allermeisten Fällen ausreichend sein. Die meisten Rückkaufprogramme dauern weniger lang.

Rn [26]: Die Frist wurde im Vergleich zur bisherigen Mitteilung Nr. 1 von neun auf sechs Monate verkürzt. Damit wird eine Harmonisierung mit den übrigen Fristen des Übernahme- und Gesellschaftsrechts angestrebt. Die Bestimmung bezieht sich sowohl auf Jahres- als auch auf Zwischenabschlüsse.

Rn [27 ff.]: Mit den black out-Perioden gemäss Rn 23 ff. soll verhindert werden, dass ein Anbieter als Marktteilnehmer auftritt, während er über nicht allgemein zugängliche, preisrelevante Informationen verfügt. Die black out-Perioden stellen damit die Transparenz des Handels und die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer sicher und unterstützen die Funktionsfähigkeit des Marktes (vgl. Art. 1 BEHG). Die bisherige Mitteilung Nr. 1 kannte keine Alternativen zu den black out-Perioden. Die black out-Perioden erwiesen sich jedoch unter zweierlei Gründen als unbefriedigend: Zum einen lässt sich ihre Einhaltung nur schwer überprüfen. Zum andern müssen die Rückkaufprogramme beim Eintritt der jeweiligen Ereignisse immer wieder unterbrochen werden.

Die Rn 27 ff. schaffen daher drei Alternativen zu den black out-Perioden. Diese Alternativen sollen auf andere Weise verhindern, dass der Anbieter nicht allgemein zugängliche, preisrelevante Informationen ausnützt. Alle drei Alternativen sehen als Grundkonzeption vor, dass der einzelne Kaufentscheid dem Einflussbereich des Anbieters entzogen wird, was die Einhaltung von black out-Perioden überflüssig macht. Diese Alternativen wurden ausführlich in der Empfehlung vom 27. März 2008 in Sachen *Swiss Life Holding* thematisiert. Das Recht der Europäischen Union kennt mit der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie (*Richtlinie 2003/6/EG vom 28. Januar 2003*) und Art. 6 Abs. 3 lit. b VO 2273/2003 (*Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmassnahmen, ABI 336/33 vom 23. Dezember 2003*) ähnliche Alternativen. Bei allen drei Varianten von Rn 28, 29 und 30 besteht die Möglichkeit, dass Rückkaufprogramm zu stoppen. Über eine allfällige spätere Wiederaufnahme des Rückkaufprogramms entscheidet die Übernahmekommission.



- Rn [28]: Der Zeitplan ist der Übernahmekommission bekanntzugeben. Der Anbieter hat zudem die mit dem Rückkauf beauftragte Bank bzw. den Effektenhändler zu verpflichten, den Zeitplan einzuhalten.
- Rn [29]: Vgl. Empfehlung vom 27. März 2008 in Sachen *Swiss Life Holding*. Die Bank oder der Effektenhändler haben den Rückkauf in eigener Regie durchzuführen, also weisungsunabhängig.
- Rn [30]: Die Variante *Chinese Walls* ist den Banken und Effektenhändlern vorbehalten, da (nur) deren *Chinese Walls* durch deren Revisionsorgane geprüft sowie von der FINMA überwacht werden und daher ausreichend Sicherheit gewährleisten.
- Rn [31]: Das Erfordernis einer Bestätigung durch das Revisionsorgan wurde mit der Empfehlung vom 17. April 2008 in Sachen *Julius Bär* erstmals aufgestellt. Die Bestätigung ermöglicht der Übernahmekommission, die Einhaltung der spezifischen Voraussetzungen zu überwachen.
- Rn [33]: Die bisherige Mitteilung Nr. 1 sah vor, dass der Anbieter während der Dauer eines Rückkaufprogramms auf der ordentlichen Handelslinie pro Börsentag nicht mehr als 25% des durchschnittlichen Tagesvolumens zurückkaufen durfte, welches der betreffende Titel in den jeweils dreissig vorangegangenen Börsentagen im börslichen Handel auf dieser Handelslinie erzielt hatte. Diese Regel führte zu Schwierigkeiten bei Titeln, deren Liquidität stark schwankt (v.a. Smallcaps und Midcaps). Einerseits war es möglich, dass ein Anbieter auch im Fall von grundsätzlich kaum liquiden Titeln nach vereinzelter Tagen mit grossen Handelsvolumen sehr viele Titel zurückkaufen konnte. Andererseits verunmöglichte diese Regel den raschen Rückkauf einer grösseren Anzahl von Titeln, falls diese Titel zwar regelmässig, aber nur mit einem geringem Volumen gehandelt wurden, da der Anbieter auf das durchschnittliche Volumen der letzten dreissig Tage beschränkt blieb. Neu wird die Obergrenze bei 25% des Volumens des *gleichen oder des vorangegangenen Börsentags* festgelegt (das grössere der beiden Volumen ist massgebend). Mit dem Kriterium des vorangegangenen Börsentags wird dem Anbieter eine bei Handelsbeginn bereits bekannte und damit praktikable Grösse vorgegeben. Mit dem alternativen Kriterium des laufenden Börsentags erhält er zusätzlich die Möglichkeit, sein Rückkaufvolumen zu erhöhen, sobald das Tagesvolumen des laufenden dasjenige des vorangegangenen Börsentags übersteigt. Als weitere Neuerung wird als Bezugsgrösse auf das gesamte Tagesvolumen der ordentlichen und der speziellen Handelslinie abgestellt (während die bisherige Mitteilung Nr. 1 nur auf das Volumen der ordentlichen Handelslinie abstellte).
- Rn [36]: Die Limite wurde neu auf 2% (statt früher 5%) festgelegt. Eine grössere Preisdifferenz zwischen ordentlicher und spezieller Handelslinie ist nicht gerechtfertigt. In der Praxis beträgt die Preisdifferenz kaum je mehr als 1 bis 2 %.



- Rn [43]: Das Rückkaufprogramm kann geändert werden. Dies gilt auch für die Änderung des oder der ursprünglich genannten Zwecke. Die Änderung erfolgt grundsätzlich im gleichen Verfahren wie die ursprüngliche Freistellung. Wird ein Rückkaufprogramm im Meldeverfahren freigestellt, so erfolgt auch die Änderung im Meldeverfahren, sofern das Programm innerhalb der Parameter dieses Verfahrens bleibt. Erfolgte die Freistellung durch einen Ausschuss der Übernahmekommission, so beurteilt dieser auch eine allfällige Änderung.
- Rn [46 ff.]: Nach der Konzeption der neuen Verfahrensordnung sollen die „unproblematischen“ Fälle von Rückkaufprogrammen durch das Sekretariat in einem vereinfachten, dem sog. Meldeverfahren und die anderen, komplexeren Fälle durch einen Ausschuss der Übernahmekommission im ordentlichen Verfahren und mittels Verfügung erledigt werden. Rn 48, 49 und 50 stellen Kriterien auf, um die „unproblematischen“ von den komplexeren Fällen abzugrenzen. Diese (prozessualen) Kriterien sollen als Richtschnur dienen, um das anwendbare Verfahren zu bestimmen. Materiellrechtliche Bedeutung kommt ihnen dagegen nicht zu.
- Rn [48]: Nach Rn 48 ist für das Vorliegen eines „unproblematischen“ Falls zunächst vorauszusetzen, dass das Volumen des Rückkaufprogramms 10% nicht überschreitet, weder nach Kapital noch nach Stimmrechten. Bei einem Programm mit einem grösseren Volumen besteht insbesondere die Gefahr, dass es mit Art. 659 OR in Konflikt geraten könnte, weshalb es nicht im Meldeverfahren, sondern durch einen Ausschuss der Übernahmekommission zu beurteilen ist.
- Rn [49]: Nach Rn 49 darf das Volumen des Rückkaufprogramms zudem 20% des *Free Float* nicht überschreiten. Bei einem Programm mit einem grösseren Volumen besteht die Gefahr, dass es erhebliche Auswirkungen auf die Liquidität des Beteiligungspapiers sowie auf die bestehenden Kontrollverhältnisse haben könnte. Es ist daher nicht im Meldeverfahren, sondern durch einen Ausschuss der Übernahmekommission zu beurteilen.
- Rn [50]: Nach Rn 50 ist schliesslich vorauszusetzen, dass das Rückkaufprogramm die Voraussetzungen der Kapitel I, II, III und IV vollständig erfüllt. Damit soll sichergestellt werden, dass nur ein Programm, das sich im Rahmen der bewährten Praxis bewegt und keine rechtlichen Besonderheiten aufweist, im Meldeverfahren freigestellt wird. Sind einzelne der Voraussetzungen der Kapitel I, II, III und IV nicht erfüllt, so ist das Rückkaufprogramm durch einen Ausschuss der Übernahmekommission zu beurteilen.
- Rn [52]: Erfüllt ein Rückkaufprogramm die Voraussetzungen der Rn 48-49 und der Kapitel I, II, III und IV nicht oder nicht vollständig und/oder beantragt ein Anbieter ausdrücklich eine Ausnahme von einem oder mehrerer dieser Voraussetzungen, so entscheidet ein Ausschuss der Übernahmekommission über die Freistellung. Das gleiche gilt für den Fall, dass das Rückkaufprogramm – obwohl es alle Voraussetzungen für eine



Freistellung im Meldeverfahren erfüllen würde – spezifische Besonderheiten aufweist, die eine Beurteilung durch einen Ausschuss erheischen.

Rn [55 f.]: Diese Frist soll sicherstellen, dass das Rückkaufprogramm erst lanciert wird, nachdem es (rechtskräftig) geprüft wurde. Im Fall eines Rechtsmittelverfahrens kann die Frist verlängert werden.

*Remarque relative aux formulaires :*

Les formulaires actuellement utilisés en relation avec la Communication n° 1 seront maintenus et adaptés à la nouvelle Circulaire. Le formulaire actuellement intitulé "Formulaire de requête d'exonération avec procédure d'annonce" est renommé "Annonce d'un programme de rachat". Le projet dispose désormais explicitement que le contenu de ce formulaire détermine également le contenu de l'annonce du programme de rachat, ce correspond à la pratique actuelle de la Commission. S'agissant de la participation des actionnaires détenant plus de 3 % des droits de vote, le formulaire devra contenir les informations relatives aux intentions de ces actionnaires, pour autant qu'elles soient connues du conseil d'administration. Si celui-ci n'a pas connaissance de ces intentions, il devra l'indiquer expressément (application analogique des règles prévues à l'art. 31, al. 1, OOPA pour le rapport du conseil d'administration). Les attestations n° 1 (Attestation de l'offrant) et n° 2 (Attestation du participant à la bourse) seront également formellement adaptées aux modifications matérielles apportées à la Communication n°1. Les formulaires actuels peuvent être téléchargés sur le site de la Commission ([www.takeover.ch](http://www.takeover.ch), section "formulaires").

Zurich, le 24 avril 2009

Pascal Bovey  
Conseiller juridique

Lukas Roos  
Rechtskonsulent

[counsel@takeover.ch](mailto:counsel@takeover.ch)  
058/854 22 90

[counsel@takeover.ch](mailto:counsel@takeover.ch)  
058/854 22 90