



Egalité de traitement dans les offres publiques d'échange

Consultation publique jusqu'au 28 mai 2012.

Anhörung bis am 28. Mai 2012.

1. Introduction.....	2
2. Situation actuelle	2
3. Problématique	6
4. Aperçu de droit comparé	10
5. Proposition soumise à consultation	14
6. Commentaire des articles	16

Überblick

Gemäss Art. 43 BEHV-FINMA kann der Angebotspreis bei einem Pflichtangebot nicht ausschliesslich aus einer Abgeltung gegen Effekten bestehen, sondern muss zusätzlich eine Baralternative enthalten. Dies gilt gemäss dem „UEK-Rundschreiben Nr. 4: Freiwillige öffentliche Tauschangebote“ nicht für freiwillige Tauschangebote. Diese müssen keine Baralternative vorsehen. Allerdings muss auch bei einem freiwilligen Tauschangebot eine Baralternative angeboten werden, falls der Anbieter während der Frist von Art. 10 UEV (Best Price Rule) Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gegen bar erwirbt (UEK-Rundschreiben Nr. 4, Rn 4). Diese Regel wird in der Praxis als übermässige Einschränkung empfunden, da sie dem Anbieter (und gegebenenfalls auch der mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Zielgesellschaft) im Nachgang zu einem freiwilligen Tauschangebot faktisch während sechs Monaten verunmöglicht, Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft für jeglichen Zweck (z.B. Market Making, Alimentierung eines Optionsplanes etc.) gegen bar zu erwerben. Die Übernahmekommission schlägt daher die Aufhebung des UEK-Rundschreiben Nr. 4 und die gleichzeitige Schaffung eines neuen Art. 9a UEV vor, der die Frage der Baralternative bei öffentlichen Tauschangeboten regelt. Gemäss dem neuen Art. 9a UEV muss der Anbieter bei einem Angebot, welches Beteiligungspapiere umfasst, die die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslösen würden, eine Baralternative anbieten, sofern er in den zwölf Monaten *vor dem Angebot* mehr als 10% einer Beteiligung an der Zielgesellschaft gegen bar erworben hat (Abs. 2). Falls der Anbieter *während dem Angebot* Beteiligungspapiere gegen bar erwirbt, muss er stets eine Baralternative anbieten (Abs. 3). Schliesslich darf der Anbieter *während sechs Monaten nach dem Angebot* Beteiligungspapiere nur (aber immerhin) dann gegen bar erwerben, falls die zum Tausch angebotenen Effekten liquid sind (Abs. 4).



1. Introduction

[1] Depuis le 1^{er} janvier 2009, l'art. 43 de l'ordonnance de la FINMA sur les bourses (**OBVM-FINMA** ; RS 954.193) dispose qu'une offre obligatoire ne peut pas être exécutée sous la forme d'une offre d'échange et doit être accompagnée d'une alternative en espèces. La Circulaire COPA n° 4 du 9 février 2009 (**Circulaire COPA n° 4**) précise à ce sujet que la Commission des OPA (**Commission**) considère que l'art. 43 OBVM-FINMA n'est pas applicable en cas d'offre volontaire. Invoquant le principe d'égalité de traitement, la Commission a indiqué qu'elle exigerait qu'une alternative en espèces soit néanmoins proposée lorsque l'offrant acquiert des titres contre des espèces entre la publication de l'offre et l'échéance d'un délai de 6 mois suivant l'échéance du délai supplémentaire (Circulaire COPA n° 4, Cm 4).

[2] Répondant à des critiques formulées sur les règles actuellement applicables aux offres publiques volontaires d'échange, dirigées notamment à l'encontre du Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4, la Commission envisage de modifier le système actuel. Cette proposition consiste à abroger la Circulaire COPA n° 4 et à introduire un nouvel article dans l'ordonnance sur les OPA (**OOPA** ; RS 954.195.1). Elle maintient l'exigence actuelle d'une alternative en espèces lorsque l'offrant acquiert des titres contre paiement en espèces pendant l'offre (à savoir entre sa publication et son exécution – règle similaire au Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4). Après l'exécution de l'offre, il est renoncé à cette exigence en cas d'acquisitions de titres en espèces, à la condition toutefois que les titres offerts en échange soient liquides. Enfin, la période précédant la publication de l'offre est nouvellement appréhendée puisque la proposition prévoit que l'obligation de présenter une alternative en espèces est également déclenchée lorsqu'un offrant acquiert contre paiement en espèces des titres de participation qui représentent 10 % ou plus du capital-actions ou des droits de vote de la société visée.

[3] La Commission sollicite l'avis des milieux intéressés avant de finaliser sa proposition de révision et de la soumettre à l'approbation de la FINMA. Les milieux intéressés sont donc invités à déposer leurs prises de position d'ici au **28 mai 2012 à 17h00**, par courrier électronique (counsel@takeover.ch).

2. Situation actuelle

2.1 Offres obligatoires

[4] En présence d'une offre obligatoire au sens de l'art. 32 al. 1 LBVM, le prix de l'offre peut être versé de deux manières (art. 43 OBVM-FINMA) :

- en espèces ; ou
- par échange de valeurs mobilières, pour autant qu'un versement en espèces soit proposé en parallèle (**alternative en espèces**).



[5] Un paiement uniquement en valeurs mobilières n'est plus possible depuis l'entrée en vigueur de l'art. 43 OBVM-FINMA le 1^{er} janvier 2009. L'obligation de présenter une alternative en espèces dans les offres obligatoires dont le prix est versé par échange de titres a été introduite par la FINMA afin de garantir aux actionnaires une véritable possibilité de « sortir » de la société lorsque le contrôle sur celle-ci a changé et qu'une offre obligatoire a été déclenchée.

2.2 Offres volontaires

[6] L'application de l'art. 43 OBVM-FINMA aux offres volontaires est précisé par la Circulaire COPA n° 4. Deux types d'offres volontaires sont à distinguer¹ :

[7] **Offre volontaire « avec prix minimum »** (« *Freiwillige Angebote mit Mindestpreis* » ou « *Gemischte freiwillige Angebote* »²) : il s'agit des offres volontaires portant sur un pourcentage qui, lors de l'exécution de l'offre, permettra à l'offrant de franchir le seuil de 33 1/3 % des droits de vote. Ces transactions, qui visent à prendre le contrôle sur la société visée, sont soumises aux règles du prix minimum de l'art. 32 al. 4 LBVM et doivent obligatoirement porter sur tous les titres de participations cotés de la société visée. Pour le surplus, elles conservent le caractère d'offres volontaires (art. 9 al. 6 OOPA). L'alternative en espèces selon l'art. 43 OBVM-FINMA n'est pas applicable à ce type d'offre (Circulaire COPA n° 4, Cm 3).

[8] **Offre volontaire « pure »** (« *Reine freiwillige Angebote* ») : il s'agit des offres qui n'ont pas pour conséquence le franchissement du seuil déclenchant l'offre obligatoire, auxquelles les règles sur le prix minimum ne s'appliquent pas. Il peut s'agir d'une offre partielle lancée pour un pourcentage qui, cumulé avec celui détenu par l'offrant (et les personnes agissant de concert avec lui) ne dépassera pas ce seuil, des offres lancées par des offrants dont la participation se situe en dessous de ce seuil et des offres lancées sur des sociétés dont les statuts contiennent une clause d'opting out ; l'alternative en espèces selon l'art. 43 OBVM-FINMA n'est pas applicable à ce type d'offre.

[9] L'alternative en espèces au sens de l'art. 43 OBVM-FINMA est donc applicable aux offres obligatoires mais pas aux offres volontaires « pures » ni aux offres volontaires « avec prix minimum ». Le tableau ci-après résume cette situation :

¹ A ces deux catégories s'ajoute celle des offres volontaires qui se transforment en offre obligatoire en cours d'offre (le franchissement du seuil étant provoqué par des acquisitions de titres en dehors de l'offre, avant son exécution). Cette catégorie n'est pas traitée séparément, car dans ce cas l'offre volontaire se transforme en offre obligatoire et les règles y relatives doivent être appliquées.

² Sur cette terminologie, voir TSCHÄNI RUDOLF/IFFLAND JACQUES/DIEM HANS-JAKOB, *Öffentliche Kaufangebote*, 2. Auflage, Zürich 2010, p. 56.



Type d'offre (au moment de sa publication)	Franchissement du seuil de 33 1/3 % des droits de vote	Prix minimum	Alternative en espèces (43 OBVM-FINMA)
Obligatoire	Avant publication de l'offre	Oui	Obligatoire
Volontaire « avec prix minimum »	Au moment de l'exécution de l'offre	Oui	Facultative
Volontaire « pure »	Aucun	Non	Facultative

2.3 Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4

[10] Le Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 est formulé comme suit :

[11] « *Cependant, lorsque l'auteur d'une offre volontaire d'échange acquiert en espèces des titres de participation ou des instruments financiers visés par l'offre pendant la période prévue à l'art. 10 OOPA, la Commission des OPA considère désormais que le principe d'égalité de traitement (art. 24 al. 2 LBVM) impose à l'offrant de proposer à tous les destinataires de l'offre un paiement en espèces alternativement au paiement en valeurs mobilières* ».

[12] Le Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 impose une alternative en espèces pour les offres volontaires d'échange lorsque l'offrant acquiert des titres en espèces entre la publication de l'offre et un délai de six mois suivant l'échéance de l'offre (durée de la Best Price Rule ; art. 10 al. 1 OOPA).

[13] Contrairement à l'alternative en espèces au sens de l'art. 43 OBVM-FINMA, qui est justifiée par le souci d'accorder aux actionnaires une « porte de sortie », le Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 est motivé par le souci d'égalité de traitement. Il tend à éviter que l'offrant ne favorise certains actionnaires en leur achetant leurs titres en espèces (leur accordant ainsi ladite « porte de sortie ») alors que les autres destinataires de l'offre doivent se contenter de recevoir des titres en échange.

[14] En présence d'une offre volontaire, l'offrant a donc la possibilité de proposer un paiement uniquement en valeurs mobilières, pour autant qu'il propose ce même mode de paiement à tous les actionnaires et évite de favoriser l'un ou l'autre en leur versant le prix en espèces. Le Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 n'étant applicable qu'à partir de la publication de l'offre, les acquisitions préalables ne sont pas concernées et peuvent être effectuées contre des espèces.



[15] ESSEBIER/GLATTHAAR voient une justification supplémentaire à cette règle : elle permet d'éviter que la règle de l'alternative en espèces ne soit contournée³. Ainsi, il n'est pas possible d'éviter cette obligation en acquérant tout d'abord d'un actionnaire majoritaire une participation inférieure à 33 1/3 % des droits de vote pour pouvoir ensuite lancer une offre volontaire d'échange tout en ayant à l'esprit l'acquisition ultérieure du solde de cette participation contre des espèces.

2.4 Pratique actuelle de la Commission des OPA

[16] Depuis l'entrée en vigueur de la Circulaire COPA n° 4, cinq offres proposant uniquement un prix en valeurs mobilières ont été publiées. Trois offres étaient de véritables offres d'échange (BB Medtech ; Jelmoli ; LO Holding) et deux visaient à l'introduction d'une structure holding (Swiss Re et BKW). Aucune offre volontaire d'échange comprenant une alternative en espèces n'a été lancée depuis lors⁴.

[17] Dans les offres d'échanges sur BB Medtech, Jelmoli et LO Holding, la Commission a expressément rappelé le principe ancré au Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 dans ses décisions⁵. Les offrants ont respecté cette règle et n'ont pas acquis de titres en espèces pendant la période de la Best Price Rule (ce qui fut confirmé par les organes de contrôle respectifs de ces offres).

[18] Dans les offres visant à introduire une structure holding, la pratique de la Commission est fortement liée à l'état de fait soumis à son appréciation. Ainsi, dans l'affaire Swiss Re, elle a accordé une dérogation au Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 et autorisé l'acquisition de titres en espèces sans qu'une alternative en espèce ne soit déclenchée. Swiss Re souhaitait bénéficier de cette possibilité pour servir un *stock-option plan*, assurer la liquidité des titres par du *market making*, lancer un éventuel programme de rachat et dans le but d'atteindre le seuil de 90 % des droits de vote si le taux de réussite de l'offre devait être inférieur. La Commission a admis cette requête en justifiant la dérogation par le fait que les actions de la holding allaient être cotées et incontestablement liquides et que cette situation permettait à chaque actionnaire souhaitant bénéficier d'une porte de sortie de vendre ses actions sur le marché : « *Bei einem Holding-Angebot und sofern das betreffende Beteiligungspapier liquid ist, besteht keine Notwendigkeit, im Fall eines Erwerbs gegen Barzahlung sämtlichen Angebotsempfängern Barzahlung anzubieten. Das UEK-Rundschreiben Nr. 4, bzw. die darin angeordnete Pflicht zur Baralternative, ist auf solche Konstellationen nicht anzuwenden, weshalb eine Ausnahme zum UEK-Rundschreiben Nr. 4 gewährt* ».

³ ESSEBIER JANA/GLATTHAAR MATTHIAS, Öffentliche Tauschangebote und die Pflicht zum alternativen Barangebot, RSDA 2009 p. 200.

⁴ Seule l'offre de NIBE Industrier AB sur Schulthess Group AG comprenait un prix composé à la fois de valeurs mobilières et d'un versement en espèces. Une véritable alternative en espèces n'a néanmoins pas été proposée.

⁵ Décision 418/01 du 7 juillet 2009 dans l'affaire BB Medtech AG, consid. 5 ; décision 422/03 du 8 septembre 2006 dans l'affaire LO Holding Lausanne-Ouchy SA/JJM Participations SA, consid. 6 ; décision 416/01 du 13 juillet 2009 dans l'affaire Jelmoli AG, consid. 5.



werden kann. Die gegenteilige Lösung würde eine unverhältnismässige Einschränkung der Anbieterin darstellen und ihr verunmöglichen, eigene Beteiligungspapiere zu handeln »⁶.

[19] Dans l'affaire BKW, la Commission refusa d'accorder la même dérogation : « *Vorliegend geht es den Gesuchstellerinnen darum, eigene Aktien börslich gegen bar erwerben zu können, um die Erfolgsaussichten des Holding-Angebots zu erhöhen und insbesondere die Schwelle eines Squeeze-out im Sinne von Art. 33 BEHG leichter zu erreichen. Dies stellt jedoch kein ausreichendes Motiv dar, um eine Ausnahme zum Gleichbehandlungsprinzip zu rechtfertigen* »⁷. La Commission considéra que les raisons avancées par l'offrant pour pouvoir acquérir des titres en espèces en dehors de l'offre d'échange n'étaient pas suffisantes pour justifier une dérogation, BKW ayant uniquement requis la dérogation pour pouvoir atteindre le seuil de 90 % des droits de vote⁸.

3. Problématique

[20] Dans la pratique, l'exigence du Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 empêche l'offrant d'effectuer des acquisitions en espèces après l'échéance de l'offre. En règle générale, le but de l'offrant dans une offre publique d'échange est d'acquérir au moins 98 % des droits de vote de la société visée, de manière à pouvoir procéder à un squeeze-out des actionnaires minoritaires au sens de l'art. 33 LBVM (respectivement à atteindre le seuil de 90 % lui permettant de procéder à une fusion-dédommagement au sens des art. 8 al. 2 et 18 al. 5 LFus, dans laquelle les minoritaires reçoivent uniquement un dédommagement en échange de leurs actions).

[21] La question se pose de savoir si la règle ancrée au Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 est une mesure qui atteint ses buts et qui est nécessaire au respect du principe de l'égalité de traitement ou si cette mesure est disproportionnée et entrave les offres publiques d'échanges volontaires. Nous examinerons ci-dessous les problèmes qui découlent de cette règle pour l'offrant et pour la société visée.

3.1 Squeeze out

[22] Le but de l'offrant qui présente une offre d'échange est en général de pouvoir intégrer la société visée dans sa propre structure. Pour ce faire, il est nécessaire qu'il atteigne soit le seuil de 90 % des droits de vote (*squeeze out merger*) ou celui de 98 % (*squeeze out*). Lorsque ce seuil n'est pas atteint dans le cadre de l'offre, l'offrant a par le passé procédé à des rachats en espèces sur le marché boursier, de manière à augmenter sa participation et atteindre l'un de ces seuils. Cette solution permettait également aux actionnaires n'ayant pas participé à l'offre de vendre leurs titres après la clôture de l'offre.

⁶ Décision 469/01 du 15 février 2011 dans l'affaire Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft, consid. 5.1.

⁷ Décision 474/01 du 11 avril 2011 dans l'affaire BKW FMB Energie AG, consid. 3.

⁸ Le résultat final de l'offre de BKW fut de 99.31 %. Le seuil de 98 % des droits de vote fut ainsi franchi sans que l'offrant n'ait à faire recours à des achats en espèces sur le marché boursier.



[23] Le Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 empêche les offrants de procéder de cette manière dans le but de garantir l'égalité de traitement entre les actionnaires et d'éviter que certains d'entre eux ne bénéficient d'une porte de sortie alors que cette possibilité n'est pas accordée à d'autres.

3.2 Position de la société visée

[24] La société visée subit également les conséquences du Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 lorsqu'elle agit de concert avec l'offrant. En effet, dans ce cas son comportement est imputé à l'offrant. Si la société visée acquiert des titres en espèces en marge de l'offre d'échange, cela aura pour conséquence le déclenchement de l'alternative en espèces pour l'offrant.

[25] Cette règle a donc pour effet d'empêcher la société visée de poursuivre ou de lancer un programme de rachat d'actions pendant une période de 6 mois suivant la fin du délai supplémentaire de l'offre. La société visée doit entre autre s'abstenir de toute mesure de *market making* visant à soutenir le cours de son action.

3.3 Doctrine

[26] Plusieurs auteurs critiquent le Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 en indiquant qu'il ne devrait pour le moins pas trouver application lorsque l'offrant acquiert des titres en bourse : « *Bei Börsenkäufe liegt keine Ungleichbehandlung der Angebotsempfänger vor, weil jeder Angebotsempfänger die Wahl hat, ob er seine Aktien unter dem Tauschangebot andienen oder ebenfalls über die Börse gegen eine Barzahlung verkaufen möchte* »⁹.

[27] GERIQUE/WIEDMER contestent également cette règle¹⁰. Ils sont d'avis que ce changement de la pratique antérieure ne se justifie que difficilement, notamment en présence d'achats en bourse. Ils relèvent que cette règle a pour conséquence pratique d'interdire à un offrant de procéder à des rachats en bourse pendant 6 mois après l'échéance du délai d'offre, alors que tous les autres acteurs du marché le peuvent. A leur avis, le principe d'égalité de traitement ne justifie pas cette conséquence. Etant donné qu'il n'est pas possible de procéder à des acquisitions de titres en bourse en versant un prix constitué de valeurs mobilières, cette situation empêche l'offrant d'acquérir des titres supplémentaires en bourse après la fin de l'offre, ce qui mène, selon ces auteurs, à une discrimination de l'offrant et actionnaire majoritaire de la société visée. En outre, après une offre, l'offrant est en général le seul acteur du marché encore intéressé à acquérir des titres de la société visée. En lui interdisant de procéder à des rachats pendant la Best Price Rule, on supprime quasiment le seul acquéreur prêt à acheter des titres en bourse. Cela a aussi pour conséquence une certaine pression sur les actionnaires d'apporter leurs titres à l'offre, sans quoi ils prennent le risque de ne pas pouvoir les vendre sur le marché boursier pendant 6 mois suivant

⁹ TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB/WOLF MATTHIAS, Das revidierte Recht des öffentlichen Kaufangebots, GesKR 2009 p. 93, note 84. Cette opinion est reprise par TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (n. 2), p. 224 s. Du même avis : HÖHN JAKOB/LANG CHRISTOPH G./ROELLI SEVERIN, Öffentliche Übernahmen, Bâle 2011, p. 549, note 440.

¹⁰ GERIQUE DIETER/WIEDMER KARIN, Kommentar UEV, Zurich 2011, n° 80 ss ad art. 9 OOPA.



celle-ci. Enfin, GERICKE/WIEDMER critiquent le fait que la règle interdise à un offrant qui, par hypothèse, obtiendrait 97.5 % des titres dans le cadre de son offre, de bénéficier de la possibilité de procéder à un squeeze out en acquérant des actions sur le marché dans les mois suivants l'offre (rappel : un squeeze out doit être requis dans les 3 mois suivant l'expiration de l'offre ; art. 33 LBVM). Cela n'est selon ces auteurs pas dans l'intérêt des actionnaires qui possèdent encore des titres (souvent sans le savoir). Ils estiment donc que cette règle doit être révisée.

[28] ESSEBIER/GLATTHAAR estiment également qu'aucune inégalité de traitement entre les actionnaires n'est provoquée par des achats effectués sur le marché boursier. Ces auteurs indiquent que le Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 est problématique pour la société visée qui agit de concert avec l'offrant, puisqu'il lui interdit de racheter des titres pour servir des programmes d'options de collaborateur et l'empêche de procéder à un *market making* (*Kurspflege*)¹¹. Au sujet de l'achat d'actions visant à servir des programmes de collaborateurs, ces auteurs relèvent que cette nécessité a été identifiée dans le cadre des règles relatives aux mesures de défense. En effet, l'art. 36 al. 2 let. e et f OOPA qualifie de mesures de défenses illicites l'achat ou la vente d'actions propres par la société visée, de même que les opérations portant sur des instruments financiers se rapportant à ses propres actions. L'art. 36 al. 3 OOPA admet toutefois ces transactions si elles s'inscrivent dans un programme de participation des collaborateurs ou font suite à l'exercice d'instruments financiers qui ont été contractés avant la publication de l'offre.

3.4 Discussion et proposition

[29] Compte tenu des critiques formulées ci-dessus, la Commission est d'avis que le Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4 peut être de nature à entraver la publication d'offres publiques d'échange. Or, un des principes à la base du droit des OPA est qu'il ne doit ni favoriser ni entraver des offres publiques d'acquisition¹².

[30] Une pesée des intérêts en présence doit être effectuée de manière à déterminer si cette règle est proportionnée et utile à la sauvegarde de l'égalité de traitement, ou si au contraire elle est trop sévère et entrave les offrants de manière disproportionnée.

[31] Le principe d'égalité de traitement est à la base du droit boursier et du droit des OPA (art. 1 LBVM et art. 1 OOPA). Ce principe est effectivement mis à mal lorsque, dans le cadre d'une offre d'échange, certains actionnaires ont la possibilité d'obtenir un versement en espèces alors que les autres doivent se contenter d'un versement en valeurs mobilières, les empêchant de « sortir » de la société.

[32] Le but du principe d'égalité de traitement est surtout d'éviter que l'offrant ne puisse choisir les actionnaires qu'il souhaite privilégier. Il trouve cependant une limite importante dans le fait que l'offrant a la possibilité d'acquérir des actions en espèces avant le lancement d'une offre, qu'il

¹¹ ESSEBIER/GLATTHAAR (n° 3), p. 201.

¹² ATF 133 II 81, consid. 4.3.2.



pourra ensuite lancer sous la forme d'une offre publique d'échange (Circulaire COPA n° 4, Cm 5). En effet, le droit en vigueur permet à l'offrant de lancer une offre volontaire d'échange quelle que soit la participation qu'il a acquise en espèces auparavant. L'égalité de traitement invoquée n'est en effet dirigée que sur les acquisitions de titres effectuées après la publication de l'offre.

[33] Il semble ainsi que le but de la règle, assurer une égalité de traitement, ne peut pas être atteint puisque l'offrant a la possibilité de privilégier certains actionnaires avant le lancement de son offre. En outre, elle porte une atteinte importante à la liberté de l'offrant devenu actionnaire majoritaire de la société visée suite à l'exécution de l'offre. Celui-ci ne peut pas acquérir de titres sur le marché alors qu'il est, selon toute vraisemblance, l'un des seuls acteurs encore intéressé à acquérir ces titres après l'offre (cette affirmation dépendant naturellement du taux de réussite de son offre ; plus celui-ci est bas, plus il y a de chances que d'autres acteurs soient intéressés par l'acquisition de ces actions).

[34] La Commission des OPA envisage donc de modifier le système en distinguant trois périodes :

- A. La période précédant l'offre, durant laquelle l'acquisition contre un paiement en espèces d'un certain pourcentage de titres de la société visée sur une certaine période entraînerait l'obligation de présenter une alternative en espèces ;
- B. La période entre la publication de l'offre et son exécution, durant laquelle, comme aujourd'hui, l'acquisition de titres de la société visée contre un paiement en espèces entraîne l'obligation de présenter une alternative en espèces ;
- C. La période suivant l'exécution de l'offre et allant jusqu'à l'échéance du délai déterminant la Best Price Rule (6 mois suivant l'échéance du délai supplémentaire de l'offre, art. 10 OOPA), durant laquelle la règle actuelle est assouplie pour permettre l'acquisition de titres de la société visée contre paiement en espèces sans conséquences sur une éventuelle alternative en espèces. Cette possibilité est néanmoins réservée aux offres dont les valeurs mobilières offertes en échange sont liquides.



4. Aperçu de droit comparé

[35] Une comparaison avec les systèmes juridiques qui nous entourent démontrent que ceux-ci différencient en général aussi trois périodes s'agissant de l'obligation de proposer une alternative en espèces aux destinataires d'une offre publique d'échange : avant l'offre, pendant l'offre et après l'offre. L'acquisition de titres en espèces est traitée différemment selon qu'elle est effectuée au cours de l'une de ces trois périodes.

[36] La directive européenne 2004/25/CE sur les offres publiques d'acquisition prévoit une liberté de choix en cas d'offre obligatoire (le seuil déclencheur de celle-ci étant laissé à la discrétion des Etats membres) : l'offrant peut « *proposer comme contrepartie des titres, des espèces ou une combinaison des deux* » (art. 5 al. 5 directive 2004/25/CE¹³). Cette règle est tempérée lorsque la contrepartie proposée par l'offrant ne consiste pas en des titres liquides admis à la négociation sur un marché réglementé. Dans ce cas, la contrepartie doit porter, à titre d'option, sur des espèces.

[37] Une alternative en espèces est toujours exigée lorsque l'offrant (ou une personne agissant de concert avec lui) acquiert, au cours d'une période commençant 6 à 12 mois avant le franchissement du seuil déclencheur de l'offre obligatoire (au choix des Etats membres) et prenant fin à l'expiration de la période d'acceptation de l'offre, « *ont acquis contre des espèces des titres conférant 5 % ou plus des droits de vote de la société visée* » (art. 5 al. 5 directive 2004/25/CE). Enfin, la directive européenne dispose que les Etats membres sont libres d'exiger une alternative en espèces dans toutes les offres obligatoires (art. 5 al. 5 directive 2004/25/CE).

[38] Le tableau ci-après récapitule la situation, en précisant si la règle vaut pour les offres obligatoires ou pour les offres volontaires. De plus amples détails sont indiqués ensuite pour chaque pays examiné.

¹³ Art. 5 al. 5 directive 2004/25/CE.

Pays	Type d'offre concerné	Avant l'offre	Période d'offre	Après l'offre
Suisse	Offres volontaires « pures » et « avec prix minimum » (<i>Alternative en espèces exigée dans les offres obligatoires</i>)	Pas de règle	Acquisition d'actions en espèces déclenche l'obligation de présenter une alternative en espèces	
Angleterre	Volontaires (<i>alternative en espèces exigée en cas d'offre obligatoire</i>)	Alternative en espèces si acquisition de 10 % de titres en espèces durant les 12 mois précédant l'ouverture de l'« offer period » (qui commence en Angleterre dès que l'offrant fait connaître publiquement sa volonté de présenter une offre).	1 seule action acquise en espèces déclenche l'alternative en espèces (attention valable pour l'« offer period »)	Acquisition en espèces ne déclenche pas d'alternative en espèces.
Allemagne	Offres visant à prendre le contrôle (visant l'acquisition de plus de 30 % des droits de vote) et offres obligatoires	Alternative en espèces si acquisition de 5 % de titres en espèces durant les 6 mois précédant la publication de l'offre et jusqu'à la fin du délai de l'offre		Acquisition en espèces ne déclenche pas d'alternative en espèces.
Autriche	Offres partielles (visant moins de 30 % et qui n'entraînent pas le franchissement du seuil de 30 % des droits de vote) - (<i>Alternative en espèces exigée dans les offres obligatoires et les offres visant à prendre le contrôle</i>)	Pas de règle	Aucune action ne peut être acquise en espèces, à moins qu'une dérogation ne soit accordée	Pas de règle ni de décision. Selon renseignement, acquisition en espèces ne déclenche pas d'alternative en espèces.
France	Offres volontaires et obligatoires	Alternative en espèces si acquisition de 5 % de titres en espèces durant les 12 mois précédant le dépôt du projet d'offre	Aucune action ne peut être acquise en espèces en présence d'une OPA. Valable dès la période de pré-offre (dès la première annonce publique des caractéristiques de l'offre)	Pas de règle.



4.1 Angleterre

[39] En relation avec l'obligation de proposer une alternative en espèces, le City Code on Takeover and Mergers (**Takeover Code**) différencie les offres volontaires et les offres obligatoires. Une alternative en espèces doit être présentée dans tous les cas d'offres obligatoires (seuil déclencheur : 30 % des droits de vote)¹⁴. Dans les offres volontaires, elle doit également être présentée lorsque l'offrant a acquis dans les 12 mois précédant l'offre et durant la période de l'offre (*offer period*¹⁵) au moins 10 % de titres en espèces. Lorsqu'une offre d'échange volontaire est présentée, le Takeover Code prévoit en outre que si l'offrant achète ne serait-ce qu'une action en espèces durant la période de l'offre, il se trouve dans l'obligation de présenter une alternative en espèces à tous les destinataires de l'offre¹⁶. Cependant, après la période de l'offre, cette règle n'est plus applicable, de sorte que l'offrant a la possibilité d'acquérir des titres contre un paiement en espèces sans déclencher d'alternative en espèces (le montant payé doit néanmoins respecter la Best Price Rule ; art. 10 OOPA).

4.2 Allemagne

[40] Dans le cadre d'offres visant à prendre le contrôle (offres visant l'acquisition de plus de 30 % des actions) et d'offres obligatoires (seuil : 30 %), une offre d'échange doit être accompagnée d'une alternative en espèces lorsque, durant les 6 mois précédant la publication de l'offre (respectivement dès le franchissement du seuil) et jusqu'à l'échéance du délai d'offre, l'offrant (ou une des personnes agissant de concert avec lui) a acquis en espèces des actions représentant plus de 5 % des droits de vote (« *Bagatellschwelle* » ; § 31 al. 3 en relation avec § 10 al. 3 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz ; **WpÜG**). Le droit allemand ne connaît cependant pas d'obligation absolue de présenter une alternative en espèces dans le cadre d'offres obligatoires. Le droit allemand connaît également la Best Price Rule, qui oblige l'offrant à augmenter le prix de l'offre si des titres sont acquis à une valeur supérieure avant la publication du résultat de l'offre et si des titres sont acquis en dehors de la bourse pendant une année après la publication du résultat de l'offre (§ 31 al. 5 WpÜG). Dans ce cas, il prévoit que l'offrant doit verser une prestation *en espèces* aux actionnaires ayant accepté l'offre, dont le montant est équivalent à la différence. Une alternative en espèces n'est donc pas déclenchée (c'est-à-dire qu'il n'existe pas d'obligation rétroactive de proposer une véritable alternative en espèces aux destinataires de l'offre), mais le supplément de prix doit être dans tous les cas versé.

¹⁴ Rule 9.5 (a) Takeover Code.

¹⁵ Le droit anglais prévoit que la « période d'offre » commence et développe des effets dès le moment où une possibilité de présenter une offre est publiée et dure jusqu'à la fin du délai de l'offre ; Rule 2.4 Takeover Code.

¹⁶ Rule 11.1 Takeover Code. A noter qu'une acquisition de titres par échange est tout de même considérée comme acquisition en espèces au sens de cette règle lorsque le vendeur est libre de vendre les titres ainsi reçus sur le marché (car il reçoit indirectement des espèces). Ce n'est que s'il s'engage ou est tenu de conserver les titres reçus en échange jusqu'à ce que l'offre aboutisse que le Takeover Panel considère qu'il s'agit d'une acquisition qui ne déclenche pas l'alternative en espèces. Voir Rule 11.1, note 5, Takeover Code.



4.3 Autriche

[41] Le droit autrichien n'autorise les offres d'échange en cas d'offres obligatoires et d'offres visant à prendre le contrôle (dont l'exécution entraînera le franchissement du seuil de l'offre obligatoire, 30 %) que si une alternative en espèces est également proposée. Dans les offres partielles (*Teilangebote*), à savoir celles qui n'entraînent pas le franchissement du seuil de 30 %, les offres d'échange pures sont possibles. Entre la publication de l'offre et la fin du délai de l'offre, aucune action ne peut cependant être acquise en espèces à moins que la Commission des OPA autrichienne n'accorde une dérogation. Le § 16 al. 1 *Übernahmegesetz (ÜbG)* indique en effet que des titres ne peuvent pas être acquis « *zu besseren Bedingungen* », ce que la Commission des OPA autrichienne interprète strictement. Une acquisition en espèces est considérée comme étant faite à de meilleures conditions qu'une acquisition contre paiement de valeurs mobilières et est donc interdite par le § 16 al. 1 *ÜbG*.

4.4 France

[42] En présence d'une offre d'échange, le droit français prévoit qu'une alternative en espèces doit être présentée lorsque les titres remis en échange ne sont pas des titres liquides admis au négoce d'un des Etats membres ou partie à l'EEE. Une alternative en espèces doit également être présentée lorsque l'offrant (ou une des personnes agissant de concert avec lui) a acquis en espèces, pendant l'année précédant la publication de l'offre, des titres représentant plus de 5 % des droits de vote de la société visée (Art. 231-8 du Règlement général de l'AMF, **RGAMF**). Cette règle est applicable indépendamment du type d'offre (obligatoire – seuil 33 1/3 % des droits de vote – ou volontaire). L'article 231-41 **RGAMF** interdit, pendant la période d'offre (soit du dépôt du projet d'offre [correspondant chez nous à l'annonce préalable] jusqu'à l'annonce des résultats définitifs) toute acquisition de titres de la société visée par l'offrant lorsque l'offre comporte la remise de titres (OPE, ou offre alternative avec une branche en titres, ou offre mixte). Cette règle est également valable pendant la période de pré-offre, à savoir dès que les caractéristiques d'un projet d'offre sont rendues publiques jusqu'à la publication du projet d'offre (l'offrant n'étant pas encore lié par son offre durant cette période).



5. Proposition soumise à consultation

[43] La Commission propose d'introduire un nouvel art. 9a dans l'OOPA. Cette modification nécessite également l'adaptation des art. 7, 12, 19 et 28 OOPA. La formulation suivante est soumise à consultation :

Art. 9a Egalité de traitement dans les offres publiques d'échange

(art. 24 al. 2, 28 let. c LBVM ; art. 43 OBVM-FINMA)

¹ Le présent article s'applique à toute offre publique d'acquisition dont le prix est réglé entièrement ou partiellement par la remise de valeurs mobilières.

² Lorsqu'une offre vise des titres de participation dont l'acquisition permettrait à l'offrant de franchir le seuil imposant une offre obligatoire, l'offrant doit proposer aux actionnaires la possibilité d'un versement intégral en espèces (alternative en espèces) si, au cours des 12 mois précédant sa publication, l'offrant a acquis contre paiement en espèces des titres de participation visés par l'offre qui représentent 10% ou plus du capital actions ou des droits de vote de la société visée.

³ L'offrant est tenu de proposer une alternative en espèces lorsque, entre la publication de l'offre et son exécution, il acquiert contre paiement en espèces des titres de participation visés par l'offre.

⁴ Lorsque les valeurs mobilières offertes en échange ne sont pas liquides et que l'offrant n'a pas proposé d'alternative en espèces, l'offrant ne peut pas acquérir de titres de participation visés par l'offre contre paiement en espèces pendant les six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire.

Art. 9a Gleichbehandlung bei öffentlichen Tauschangeboten

(Art. 24 Abs. 2, 28 lit. c BEHG; Art. 43 BEHV-FINMA)

¹ Der vorliegende Artikel findet auf öffentlichen Tauschangebote Anwendung, bei denen der Angebotspreis ganz oder teilweise aus Effekten besteht.

² Umfasst das Angebot Beteiligungspapiere, deren Erwerb die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes auslösen würde, so muss der Anbieter den Aktionären eine vollständige Barzahlung anbieten (Baralternative), sofern er in den zwölf Monaten vor der Publikation des Angebots Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, erworben hat, die zusammen 10% oder mehr des Kapitals oder der Stimmrechte betragen.

³ Der Anbieter muss eine Baralternative anbieten, wenn er ab der Veröffentlichung des Angebots bis zum Vollzug desselben Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, gegen bar erwirbt.

⁴ Falls die zum Tausch angebotenen Effekten nicht liquid sind und keine Baralternative angeboten wird, darf der Anbieter während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist keine Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, gegen bar erwerben.



Art. 7 Effets

³ (...)

- d) l'obligation de l'offrant de respecter l'alternative en espèces et la Best Price Rule (9a et 10) ;

Art. 7 Wirkungen

³ (...)

- d) die dem Anbieter obliegende Pflicht zur Einhaltung der Baralternative und Best Price Rule (Art. 9a und 10);

Art. 12 Obligations des personnes qui coopèrent avec l'offrant

¹ (...)

- b) les règles sur l'égalité de traitement, en particulier l'alternative en espèces et la Best Price Rule (art. 9a et 10) ;

Art. 12 Pflichten der Personen, die mit dem Anbieter zusammenwirken

¹ (...)

- b) die Regeln über die Gleichbehandlung, insbesondere die Baralternative und Best Price Rule (Art. 9a und 10) ;

Art. 19 Informations sur l'offrant

¹ (...)

- g) le nombre de titres de participation de la société visée et d'instruments financiers s'y rapportant achetés et vendus par l'offrant durant les douze mois précédant l'offre, en précisant le prix le plus élevé des achats et, en cas d'offre d'échange, le mode de paiement.

Art. 19 Angaben über den Anbieter

¹ (...)

- g) die Zahl der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft und die sich darauf beziehenden Finanzinstrumente, die der Anbieter in den zwölf Monaten vor dem Angebot gekauft und verkauft hat, unter Angabe des höchsten Preises der Käufe und im Falle eines Tauschangebots, die Art der Gegenleistung.

Art. 28 Tâches de l'organe de contrôle après la publication de l'offre

¹ (...)

- d) le respect des art. 9a et 10.

Art. 28 Aufgaben der Prüfstelle nach Veröffentlichung des Angebotes

¹ (...)

- d) die Einhaltung von Art. 9a und 10.



[44] Le tableau suivant synthétise la proposition formulée ci-dessus :

	A) Avant l'offre (jusqu'à la publication de l'annonce préalable ou du prospectus)	B) Période d'offre (de la publication de l'offre jusqu'à son exécution)	C) Après l'offre (jusqu'à 6 mois après la fin du délai supplémentaire de l'offre)
Situation actuelle	Pas de règle	Cm 4 Circulaire COPA n° 4 : obligation de présenter une alternative en espèces si des titres de la société visée sont acquis contre paiement en espèces.	
Proposition	Art. 9a al. 2 P-OOPA: alternative en espèces obligatoire si l'offrant acquiert 10 % ou plus du capital actions ou des droits de vote de la société visée au cours des 12 mois précédant la publication de l'offre. Règle applicable uniquement aux offres volontaires d'échange « avec prix minimum ».	Art. 9a al. 3 P-OOPA : obligation de présenter une alternative en espèces si des titres de la société visée sont acquis contre paiement en espèces. Règle applicable à toutes les offres volontaires d'échange.	Art. 9a al. 4 P-OOPA : l'offrant ne peut pas acquérir de titres visés par l'offre contre paiement en espèces lorsque les titres offerts en échange ne sont pas liquides et qu'il n'a pas proposé d'alternative en espèces.

6. Commentaire des articles

6.1 Art. 9a

6.1.1 Alinéa 1

[45] L'art 9a regroupe dans un seul article les règles relatives à l'égalité de traitement dans le cadre d'offres publiques volontaires d'échange, définies à l'art. 9a al. 1.

[46] L'art. 9a s'applique tant aux offres publiques d'échange dans lesquelles le prix est réglé entièrement par la remise de valeurs mobilières qu'à celles où le prix est mixte, à savoir où une composante en espèces est jointe à une composante en valeurs mobilières. Il n'est applicable qu'aux offres volontaires d'échange, tandis que les offres obligatoires sont réglées aux art. 28 à 45 OBVM-FINMA.

6.1.2 Alinéa 2

[47] L'art. 9a al. 2 appréhende les offres volontaires qui permettraient à l'offrant de franchir le seuil imposant une offre obligatoire (offres volontaires « avec prix minimum »). Il vise le comportement de l'offrant durant les 12 mois précédant la publication de l'offre. Actuellement, le Cm 3 de la Circulaire COPA n° 4 dispose que l'art. 43 OBVM-FINMA ne s'applique ni aux offres



volontaires « pures » ni aux offres volontaires « avec prix minimum ». Dans ces situations, l'offrant a donc la possibilité d'acquérir d'importants blocs de titres en espèces avant de publier une offre publique d'échange volontaire visant à prendre le contrôle de la société visée sans être soumis à l'obligation de proposer une alternative en espèces aux destinataires de l'offre. Cette situation paraît contraire au principe de l'égalité de traitement. A partir d'un certain seuil d'acquisitions en espèces durant la période précédant l'offre, il paraît équitable d'exiger de l'offrant qu'il propose une alternative en espèces à tous les destinataires de l'offre. Nous proposons de fixer la limite à 10 % des droits de vote ou du capital actions, pendant une période de 12 mois précédant la publication de l'offre (période identique à celle déterminant le prix de l'acquisition préalable au sens de l'art. 41 OBVM-FINMA).

[48] Ce renforcement de l'OOPA est justifié par le fait que le principe d'égalité de traitement, à la base du Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4, n'apparaît pas entièrement assuré par cette règle. Il paraît dérangeant qu'un offrant acquiert une importante participation en espèces avant de lancer une offre et ne propose que le versement d'un prix en valeurs mobilières dans le cadre de l'offre. Ce faisant, il accorde une porte de sortie à certains actionnaires avant l'offre et refuse cette possibilité aux destinataires de l'offre. Un offrant qui souhaite avantager certains actionnaires en leur permettant de lui vendre leurs titres contre paiement en espèces peut, actuellement, le faire avant de publier son offre sans que cela n'ait de conséquences sur l'obligation de présenter une alternative en espèces. Les règles européennes ont ici identifié un problème qui n'est pas régulé en droit suisse. L'art. 9a al. 2 tend à corriger cette lacune. Le renforcement de la pratique durant la période précédant l'offre est à mettre en relation avec l'assouplissement de la règle applicable après l'offre (art. 9a al. 4).

[49] La Commission renonce à exiger l'application de l'art. 9a al. 2 aux offres volontaires « pures ». Le comportement de l'offrant avant la publication de l'offre n'est pas pris en considération dans de telles offres, étant donné qu'elles ne sont pas soumises aux règles sur le prix minimum. Il serait donc disproportionné d'exiger l'application de l'art. 9a al. 2 dans ces cas également.

6.1.3 Alinéa 3

[50] L'art. 9a al. 3 est applicable à toutes les offres volontaires, peu importe qu'elles soient ou non « pures » ou soumises aux règles sur le prix minimum. La réglementation actuelle limite la liberté de l'offrant entre la publication de l'offre et l'échéance de la Best Price Rule en exigeant une alternative en espèces si l'offrant acquiert ne serait-ce qu'un titre en espèces durant cette période. Cette règle se justifie par l'égalité de traitement que l'offrant se doit de respecter durant la période d'offre. Il ne peut être admis qu'il favorise certains actionnaires en acquérant des titres en espèces alors que l'offre d'échange est en cours.

[51] La Commission propose de maintenir cette règle mais de limiter ses effets jusqu'au moment de l'exécution de l'offre et de libéraliser dans une certaine mesure la règle entre l'exécution de l'offre et l'échéance de la Best Price Rule (voir art. 9a al. 4).



[52] En règle générale, les actionnaires ayant apporté leurs titres à l'offre ne peuvent plus les échanger et sont donc bloqués dans l'attente du paiement du prix de l'offre (ceci à moins qu'une seconde ligne de négoce permettant l'échange des titres apportés à l'offre ne soit ouverte). Ils n'auront la possibilité théorique d'obtenir des espèces en vendant les valeurs mobilières offertes en échange qu'à partir du moment où celles-ci leur auront été remises. En outre, il n'est pas exclu que l'exécution de l'offre soit reportée (la pratique de la Commission admet généralement un report de 4 mois, pour autant que l'offrant s'en soit réservé la possibilité dans le prospectus). Il serait dès lors déroutant qu'un offrant puisse acquérir des titres en espèces durant la période où les actionnaires ayant apporté leurs titres sont bloqués et n'ont pas encore reçu les valeurs mobilières promises en échange. Pour cette raison notamment, il y a lieu de conserver la règle actuellement en vigueur et d'exiger de l'offrant la présentation d'une alternative en espèces s'il acquiert des titres en espèces entre la publication de l'offre et son exécution.

6.1.4 Alinéa 4

[53] L'art. 9a al. 4 règle la période suivant l'exécution de l'offre. Contrairement à la règle actuellement ancrée au Cm 4 de la Circulaire COPA n° 4, la Commission propose d'admettre que les offrants puissent acquérir des titres contre paiement en espèces dès le moment où l'offre a été exécutée, pour autant que les valeurs mobilières remises aux destinataires de l'offre soient liquides ou qu'une alternative en espèces ait été proposée aux destinataires de l'offre.

[54] Cette règle tend à éviter que l'offrant ne favorise certains actionnaires en acquérant leurs titres en espèces après l'offre alors que les destinataires de l'offre ne disposent que du paiement en valeurs mobilières illiquides ou non cotées, ce qui les empêche de les aliéner sur le marché boursier et d'obtenir ainsi des espèces. La Commission est d'avis qu'un offrant ne peut acquérir des titres en espèces tout en respectant le principe d'égalité de traitement que si les titres offerts en échange sont liquides et susceptibles d'être vendus sur le marché. La règle tient compte de la règle de l'art. 9a al. 3 et n'est applicable qu'à partir de l'exécution de l'offre.

[55] En d'autres termes, l'art. 9a al. 4 interdit à un offrant d'acquérir des titres de participation visés par l'offre pendant un délai de six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire. Cette interdiction, valable dès l'exécution de l'offre, n'est levée que si une alternative en espèces avait été proposée durant l'offre ou si les titres offerts en échange sont liquides.

6.2 Art. 7 al. 3 let. d

[56] Lorsque l'OOPA se réfère à la date de la publication de l'offre, cette notion correspond à la date de la publication de l'annonce préalable ou, à défaut, du prospectus. Actuellement, la date de la publication de l'annonce préalable détermine notamment le début de l'obligation de l'offrant de respecter la Best Price Rule. L'art. 7 al. 3 let. d est complété afin de se référer également au nouvel art. 9a. La date de la publication de l'annonce préalable est dès lors également déterminante pour l'obligation de l'offrant de respecter l'art. 9a.



6.3 Art. 12 al. 1 let. b

[57] L'art. 12 al. 1 let. b est modifié pour préciser que l'art. 9a doit également être respecté par les personnes agissant de concert avec l'offrant.

6.4 Art. 19 al. 1 let. g

[58] L'art. 19 al. 1 let. g est complété afin d'obliger l'offrant à indiquer dans le prospectus d'offre le mode de paiement utilisé pour les titres acquis durant les douze mois précédant l'offre. Cette exigence n'est cependant applicable qu'en cas d'offre d'échange. Il sera à l'avenir tenu d'indiquer précisément le nombre de titres acquis en espèces et le nombre de titres acquis par échange de valeurs mobilières, tout en précisant le prix le plus élevé des achats. Pour des raisons de clarté, cette exigence est ajoutée à l'art. 19 al. 1 let. g, qui porte sur la période de douze mois précédent l'offre, et pas à l'art. 24, qui dispose quelles informations supplémentaires relatives aux titres offerts en échange doivent figurer dans le prospectus d'offre.

6.5 Art. 28 al. 1 let. d

[59] L'art. 28 al. 1 let. d est modifié pour préciser que l'organe de contrôle a également pour tâche de vérifier le respect de l'art. 9a.

Zurich, le 4 mai 2012