



Le Président

Administration fédérale des finances  
Service juridique  
Bernerhof  
3003 Berne

Zurich, le 27 avril 2010

## **Modification de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (délits boursiers et abus de marché): procédure de consultation**

Mesdames, Messieurs,

Dans le délai imparti au 30 avril 2010, la Commission des offres publiques d'acquisition (**Commission des OPA** ou **Commission**) vous adresse sa prise de position dans le cadre de la procédure de consultation mentionnée en marge.

La Commission des OPA prends position sur certains aspects de cette révision ci-dessous (**chiffre 1**). Elle saisit en outre cette occasion pour formuler trois propositions de modification de la loi sur les bourses (**LBVM**)<sup>1</sup> à intégrer dans la révision en cours (**chiffre 2**). Elles tendent à améliorer certaines dispositions de la LBVM dont l'application a créé des problèmes en pratique. Enfin, deux problématiques plus générales sont abordées afin d'ouvrir une discussion et une réflexion en vue d'une révision à moyen terme de la loi (**chiffre 3**).

### **1. Remarques générales sur la révision envisagée et sur les nouvelles compétences accordées à la Commission des OPA**

[1] La Commission des OPA n'entend pas prendre position sur les aspects de délits boursiers et d'abus de marché contenus dans le projet, étant donné qu'ils ne ressortent pas de sa compétence première. Elle accueille en revanche positivement le transfert de la compétence de suspendre l'exercice du droit de vote du juge civil à la FINMA en ce qui concerne la violation de l'obligation de déclarer les participations (art. 20 LBVM), respectivement à la Commission des OPA en ce qui concerne la violation de l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition (art. 32 LBVM).

[2] La Commission des OPA est en effet chargée de veiller au respect des dispositions applicables aux offres publiques d'acquisition (art. 23, al. 3, LBVM). Elle a la compétence de prendre les décisions nécessaires dans ce domaine (art. 33a, al. 1, LBVM). Ainsi, en cas de dépassement du

---

<sup>1</sup> Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (RS 954.1).



seuil prévu à l'art. 32 LBVM, la Commission des OPA doit veiller à ce que l'actionnaire respecte ses obligations légales en présentant une offre publique d'acquisition. Le but de l'offre obligatoire étant de protéger les actionnaires minoritaires contre une prise de contrôle, il est déterminant que le non-respect de cette obligation puisse être sanctionné rapidement et de manière efficace. Transférer la compétence de suspendre les droits de vote en cas de violation de l'obligation de présenter une offre du juge civil à la Commission des OPA lui permet, en sa qualité d'autorité de décision de première instance, de sanctionner directement une éventuelle violation de l'art. 32 LBVM. La possibilité de prononcer une interdiction d'achat complète les moyens à disposition de la Commission pour sanctionner la violation d'une obligation de présenter une offre. Elle accepte ces nouvelles compétences en étant persuadée qu'elles garantissent de manière optimale le respect des dispositions légales et la protection des actionnaires minoritaires.

## 2. Propositions de modification de la LBVM à intégrer à la présente révision

[3] Comme indiqué en préambule, la Commission des OPA préconise l'introduction de trois modifications de la LBVM au sein de la révision actuellement en cours. Ces propositions sont formulées suite aux expériences liées à l'application pratique de ces dispositions entrées en vigueur au 1er janvier 2009. Bien qu'elles ne soient pas directement reliées à la problématique des délits boursiers et des abus de marché, il apparaît nécessaire à la Commission de les intégrer à la procédure de révision en cours. L'importance politique de ces modifications n'est pas de nature à justifier une révision ad hoc, de sorte qu'une adaptation à court terme ne peut être réalisée qu'en joignant ces propositions à la révision actuellement en discussion. La FINMA a été consultée dans le cadre de l'élaboration de ces propositions, qu'elle soutient expressément.

### 2.1. Actionnaires minoritaires parties à la procédure

[4] La Commission des OPA propose de modifier l'art. 33b, al. 3, LBVM, afin de n'ouvrir la qualité de partie aux procédures d'offres publiques qu'aux actionnaires qui détiennent au minimum 3 % des droits de vote, exerçables ou non, de la société visée et qui ont satisfait à leur obligation de déclarer leur participation conformément à l'art. 20 LBVM.

#### Art. 33b, al. 3, LBVM

Les actionnaires qui détiennent au minimum 3 % des droits de vote, exerçables ou non, de la société visée et dont la participation est déclarée conformément à l'art. 20 ont également qualité de partie à la procédure s'ils la requièrent devant la commission.

Aktionäre, welche über mindestens 3 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft verfügen, ob ausübbar oder nicht und deren Beteiligung in Übereinstimmung mit Art. 20 gemeldet ist, haben ebenfalls Parteistellung, wenn sie diese bei der Übernahmekommission beanspruchen.



### 2.1.1. Historique

[5] Sous l'empire de l'ancienne ordonnance sur les OPA (**aOOPA**)<sup>2</sup>, les actionnaires minoritaires ne disposaient pas de la possibilité de devenir partie à une procédure d'offre publique d'acquisition. Toute personne avait cependant la possibilité d'intervenir et d'émettre des objections dans la procédure, pour autant qu'elle fasse valoir un intérêt légitime direct<sup>3</sup>. Les intervenants pouvaient s'exprimer par écrit sur la base des documents publics, sans toutefois devenir partie à la procédure. La jurisprudence de la Commission des OPA considérait que les actionnaires soumis à l'obligation de déclarer, à savoir ceux qui détenaient directement ou indirectement au moins 5 % des droits de vote de la société visée, exerçables ou non<sup>4</sup>, avaient en particulier un intérêt légitime direct au sens de l'art. 54 aOOPA. Ce droit d'intervention a été relativement peu utilisé.

[6] Avec l'entrée en vigueur de la loi sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers au 1er janvier 2009 (**LFINMA**)<sup>5</sup>, la Commission des OPA est devenue une autorité à pouvoir décisionnel soumise en principe à la loi sur la procédure administrative (**PA**)<sup>6</sup>, sous réserve de certaines exceptions. La possibilité des actionnaires minoritaires de prendre part aux procédures d'offres publiques d'acquisition a fait l'objet d'une nouvelle disposition introduite dans la LBVM. L'art. 33b, al. 3, LBVM fixe désormais le seuil à partir duquel un actionnaire minoritaire a la possibilité d'obtenir la qualité de partie dans une procédure d'offre publique d'acquisition. La teneur de cet article est la suivante :

*"Les actionnaires détenant au minimum 2 % des droits de vote, exerçables ou non, de la société visée ont également qualité de partie à la procédure s'ils la requièrent devant la commission".*

[7] Cette définition de la qualité de partie concrétise et limite celle ancrée à l'art. 6 PA, qui dispose que toute personne dont les droits ou les obligations pourraient être touchés par la décision ont la qualité de partie. Le message du conseil fédéral relatif à la LFINMA explique qu'il serait disproportionné d'accorder la qualité de partie et le droit de recourir à chaque actionnaire car la procédure s'en trouverait surchargée. Il est apparu judicieux de prévoir que seuls les actionnaires détenant au minimum 2 % des droits de vote (exerçables ou non) de la société visée puissent obtenir la qualité de partie à la procédure<sup>7</sup>.

[8] Le seuil de 2 % a été choisi car il est en harmonie avec l'art. 33 LBVM, qui permet à l'offrant qui détient plus de 98 % des droits de vote à l'expiration d'une offre de demander au juge d'annuler les titres restants (squeeze-out). Les participations inférieures à 2 % n'étant pas protégées à

---

<sup>2</sup> Ordonnance de la Commission des OPA du 21 juillet 2007 (RO 1997 2061 et 1998 1541).

<sup>3</sup> Art. 54 aOOPA.

<sup>4</sup> Art. 38 aOOPA ; recommandation 251/05 du 24 mars 2006 dans l'affaire *Aare-Tessin AG für Elektrizität*, consid. 1.

<sup>5</sup> Loi sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (RS 956.1).

<sup>6</sup> Loi fédérale sur la procédure administrative (RS 172.021).

<sup>7</sup> Message concernant la loi fédérale sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FF 2006 p. 2741 ss), p. 2817.



l'issue d'une procédure d'offre, la participation déterminante pour obtenir la qualité de partie a été fixée au même niveau<sup>8</sup>.

### 2.1.2. Relations avec l'art. 20 LBVM

[9] L'art. 20 LBVM fixe les seuils dont les actionnaires doivent annoncer le franchissement en déclarant leur participation à la société et aux bourses où les titres sont cotés. Le 22 juin 2007, l'Assemblée fédérale a décidé de réduire le premier seuil d'annonce des participations importantes de 5 à 3 % des droits de vote. Le même jour, elle décidait d'accorder la qualité de partie aux actionnaires détenant plus de 2 % des droits de vote dans les procédures d'OPA<sup>9</sup>. Les deux processus législatifs ont été insuffisamment coordonnés sur le plan matériel : les dispositions sur les offres publiques d'acquisition du projet LFINMA n'ont pas été alignées sur les nouvelles dispositions en matière de déclaration des participations importantes qui résultaient d'une intervention parlementaire.

[10] Le droit suisse ne connaît aucun seuil d'annonce pour les participations de 2 % des droits de vote d'une société. Il est donc difficile d'identifier les actionnaires qualifiés et d'évaluer la probabilité qu'un tel actionnaire requière la qualité de partie. Cette incertitude augmente le risque juridique que supporte l'offrant et le risque de retard de la transaction<sup>10</sup>. L'utilisation d'un même seuil permettrait aux acteurs du marché de se baser sur les participations déclarées auprès de l'instance de publicité des participations dans la planification d'une transaction.

[11] Les expériences de la Commission durant l'année 2009 ont démontré que l'intervention des actionnaires minoritaires dans une procédure d'offre publique d'acquisition peut avoir des conséquences décisives sur le déroulement d'une telle opération : elle peut renforcer l'application de la loi et la protection des actionnaires mais entraîne en contrepartie des coûts et des retards significatifs. Dans l'affaire Harwanne notamment, l'intervention des actionnaires minoritaires a eu pour conséquence une augmentation du prix de l'offre de CHF 2.60 à CHF 3.45 par action<sup>11</sup>, mais également un retard de plusieurs mois dans la transaction. Ce cas démontre en outre l'importance pour un offrant de pouvoir calculer les risques d'une transaction avant de l'annoncer publiquement et d'être lié par elle. Or, actuellement, il est impossible de déterminer quels actionnaires détiennent un pourcentage de droits de vote se situant entre 2 % et 3 % pour les sociétés dont les titres sont au porteur.

---

<sup>8</sup> Message LFINMA, p. 2817 ; Luc Thévenoz, Commission des OPA et FINMA, GesKR 2009 p. 34 (ci après *Thévenoz*) ; Rudolf Tschäni / Hans-Jakob Diem / Matthias Wolf, Das revidierte Recht der öffentlichen Kaufangebote, GesKR 2009 p. 89 (ci-après *Tschäni / Diem / Wolf*) ; Sonja Blaas / Pascal Bovey, Aus der Praxis der Übernahmekommission, RSDA 2009 p. 217.

<sup>9</sup> Modifications adoptées par le Parlement le 22 juin 2007, voir RO 2007 5291 pour l'art. 20 LBVM, entré en vigueur le 1er décembre 2007, et RO 2008 5207 (5242) pour l'art. 33b LBVM, entré en vigueur le 1er janvier 2009.

<sup>10</sup> Heinz Schärer, Verfahrensfragen im neuen Übernahmerecht, in *Mergers & Acquisitions XII*, Zürich, 2010, p. 104 ; Tschäni / Diem / Wolf, op cit., p. 89.

<sup>11</sup> Décisions 403/01 du 26 février 2009, 403/02 du 16 mars 2009 et 403/06 du 29 mai 2009 dans l'affaire *Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA*.



### 2.1.3. Proposition

[12] La qualité de partie dans les procédures d'offres publiques d'acquisition devrait n'être accordée qu'aux actionnaires qui détiennent au moins 3 % des titres de participation de la société-cible et dont la participation est déclarée selon l'art. 20 LBVM. Cette modification unifierait le premier seuil déclenchant l'obligation de déclarer et le seuil permettant d'obtenir la qualité de partie dans une procédure d'offre publique<sup>12</sup>. Elle représenterait une incitation positive à déclarer sans retard l'acquisition d'une participation importante. Il est effet notoire que l'obligation de déclarer de l'art. 20 LBVM fait l'objet d'un nombre significatif de transgressions volontaires ou involontaires. Notre proposition renforce cette obligation par une sanction positive. Elle faciliterait en outre le contrôle de la qualité de partie par les autorités et permettrait d'éviter que certains actionnaires s'octroient anonymement le droit de participer comme parties dans les procédures d'offres publiques, qu'ils pourraient le cas échéant tenter de négocier avec l'offrant ou la société visée.

[13] En outre, il est à noter que dans le cadre de la révision du droit de la société anonyme (actuellement en travaux devant le Parlement) le seuil permettant à des actionnaires de demander un examen spécial dans les sociétés cotées (art. 697b, al. 1, ch. 1, lit. a P-CO) a passé de 0.5 % (projet du Conseil fédéral) à 3 % du capital ou des droits de vote. Cette modification a été décidée par la Commission du Conseil des Etats le 10 juin 2009 (Bulletin Officiel 08.011). L'adoption de la modification proposée par la Commission des OPA permettrait une certaine unification des seuils relevant pour les actionnaires.

[14] Enfin, le relèvement à 3 % du seuil de l'art. 33b, al. 3, LBVM, n'a pas nécessairement pour conséquence une limitation du cercle des actionnaires pouvant requérir la qualité de partie. En effet, dans le système actuel, la participation qualifiante de 2% doit être détenue par un seul actionnaire (art. 57 et 58 OOPA). Selon notre proposition, la participation qualifiante de 3% pourrait être détenue par un actionnaire ou par plusieurs actionnaires agissant de concert, pour autant qu'ils aient déclaré leur participation conformément à l'art. 20 LBVM.

### 2.2. Respect des fêtes lors d'un recours au Tribunal administratif fédéral

[15] La Commission des OPA propose de soustraire les recours au Tribunal administratif fédéral aux dispositions légales concernant les fêtes.

**Art. 33d, al. 3, LBVM (nouveau)**

Les dispositions légales concernant les fêtes ne s'appliquent pas.

Die gesetzlichen Bestimmungen über den Stillstand der Fristen sind nicht anwendbar.

<sup>12</sup> Thévenoz, op cit., p. 38.



[16] L'art. 33b, al. 4, LBVM, dispose que les dispositions légales concernant les fêtes ne s'appliquent pas aux procédures en matière d'OPA devant la Commission des OPA. Par renvoi de l'art. 33c, al. 3, LBVM, cette exception est également applicable à la procédure de recours devant la FINMA.

[17] Le législateur a souhaité que les procédures en matière d'OPA se déroulent rapidement et de manière efficace<sup>13</sup>. Dans ce but, il a également supprimé l'effet suspensif d'un recours au Tribunal administratif fédéral (art. 33d, al. 2, LBVM).

[18] Dans les procédures d'offres publiques d'acquisition, la célérité de la procédure joue un rôle considérable. Lorsqu'une offre est annoncée, la situation sur le marché est déstabilisée. La société visée est "en jeu" et voit son activité et ses ressources significativement affectées par l'offre. Il est dès lors déterminant que les actionnaires et les investisseurs puissent rapidement connaître les tenants et aboutissants d'une telle procédure. Cette rapidité est d'autant plus importante dans les situations où une décision de la Commission des OPA est contestée devant la FINMA puis devant le Tribunal administratif fédéral. Les investisseurs et les actionnaires doivent pouvoir prendre leurs décisions en toute connaissance de cause. Un actionnaire qui hésite entre remettre son action à l'offre, la conserver ou la vendre sur le marché prend cette décision en tenant compte du prix de l'offre et des conditions liées à l'offre. Si l'un de ces éléments est contesté auprès des autorités de recours, il ne disposera d'une information lui permettant de prendre sa décision qu'à l'issue de la procédure. Il est dès lors important que celle-ci soit rapide.

[19] Contrairement aux procédures devant la Commission des OPA et la FINMA, les dispositions relatives aux fêtes sont applicables en cas de recours au Tribunal administratif fédéral. Le délai de recours est prolongé si la décision de la FINMA est notifiée peu avant ou durant les fêtes au sens de l'art. 22a PA<sup>14</sup>. Cela permet à un actionnaire insatisfait de la décision sur recours de la FINMA d'annoncer ou de faire peser la menace d'un recours pendant de nombreuses semaines, maintenant une incertitude préjudiciable sur le marché et pour les autres actionnaires. Dans les deux transactions à laquelle des actionnaires qualifiés ont pris part depuis l'entrée en vigueur des nouvelles dispositions, cette situation s'est présentée.

- **Harwanne** : La Commission des OPA a rendu une première décision le 26 février 2009, laquelle a été contestée par deux actionnaires qualifiés. La décision sur opposition a été prononcée le 16 mars 2009. L'offrant ayant fait recours le 23 mars 2009, la FINMA a rendu une décision sur recours le 6 avril 2009. Le délai de recours de 10 jours auprès du Tribunal administratif fédéral a été prolongé de 13 jours en raison des fêtes de Pâques (il a couru du 20 au 29 avril 2009). La procédure devant la Commission a duré 18 jours, durant lesquels elle s'est prononcée sur les oppositions des actionnaires qualifiés. La FINMA a rendu sa décision sur opposition en 15 jours. Cette rapidité d'intervention s'est fortement ralentie devant le Tribunal administratif fédéral, le délai de recours ayant à lui seul duré 23 jours,

---

<sup>13</sup> Message LFINMA, p. 2817.

<sup>14</sup> Art. 22a PA : Les délais ne courent pas du 7<sup>e</sup> jour avant Pâques au 7<sup>e</sup> jour après Pâques inclusivement ; du 15 juillet au 15 août ; du 18 décembre au 2 janvier inclusivement.



soit plus longtemps que les procédures respectives devant la Commission des OPA et la FINMA. L'offrant a finalement retiré son recours le 18 juin 2009, mettant fin à la procédure sans que le Tribunal administratif fédéral ne se soit prononcé au fonds<sup>15</sup>.

- **Quadrant** : La Commission des OPA a prononcé sa première décision le 29 mai 2009. Suite à l'opposition d'un actionnaire qualifié, elle a rendu une décision sur opposition le 16 juin 2009. L'actionnaire qualifié ayant fait recours, la FINMA s'est prononcée le 8 juillet 2009. En raison des fêtes d'été, le délai de recours contre la décision de la FINMA a été prolongé jusqu'au 26 août 2009. Il dura ainsi 49 jours au lieu de 10, dépassant à lui seul la durée de l'intégralité de la procédure devant les instances inférieures (40 jours)<sup>16</sup>.

[20] Comme en attestent les deux affaires susmentionnées, le principe de célérité est respecté jusqu'à l'échelon de la FINMA, grâce aux dispositions procédurales spécifiques ancrées dans la LBVM. Cependant, la rapidité de la procédure ne peut plus être garantie lorsqu'une procédure est portée devant le Tribunal administratif fédéral, en raison notamment des fêtes.

[21] En n'étendant pas la dérogation relative aux fêtes au recours devant le Tribunal administratif fédéral, l'art. 33d, al. 2, LBVM, consacre une brèche incompréhensible dans le principe de célérité souhaité par le législateur. Ce dernier a fixé un délai de recours relativement bref (10 jours) et retiré l'effet suspensif au recours. En toute logique, ce dispositif doit être complété en soustrayant le délai aux règles de la PA sur les fêtes judiciaires<sup>17</sup>. Cette modification s'adresse aux recourants, elle ne modifie pas le traitement du dossier par le Tribunal administratif fédéral.

### 2.3. Perception d'émoluments auprès des actionnaires qualifiés

[22] La Commission des OPA propose de modifier l'art. 23, al. 5, LBVM, afin de donner une base légale formelle au prélèvement d'émoluments auprès des actionnaires qualifiés causant un travail supplémentaire.

---

<sup>15</sup> Décisions 403/01 du 26 février 2009, 403/02 du 16 mars 2009 et 403/06 du 29 mai 2009 dans l'affaire *Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA* ; Décision du Comité des offres publiques d'acquisition de la FINMA du 6 avril 2009 dans l'affaire *Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA* ; Décision incidente du Tribunal administratif fédéral du 11 mai 2009 dans l'affaire *Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA* (B-2414/2009).

<sup>16</sup> Décisions 410/01 du 29 mai 2009 et 410/02 du 16 juin 2009 dans l'affaire *Quadrant AG* ; Décision du Comité des offres publiques d'acquisition de la FINMA du 8 juillet 2009 dans l'affaire *Quadrant AG*.

<sup>17</sup> Dans le même sens: Flavio Romero / Frank Gerhard, *Harwanne - Erster Testfall für die neue Verfahrensordnung im Übernahmerecht*, GesKR 3 / 2009, p. 360.





### **Art. 23, al. 5, LBVM**

Les bourses supportent les frais de la commission. Celle-ci peut percevoir des émoluments auprès des offrants, des sociétés visées et des actionnaires ayant qualité de partie.

Die Börsen tragen die Kosten der Übernahmekommission. Diese kann von den Anbietern, den Zielgesellschaften und den Aktionären mit Parteistellung Gebühren erheben.

[23] En accordant la possibilité aux actionnaires qualifiés de devenir partie aux procédures d'offres publiques d'acquisition, le législateur a omis de modifier la disposition permettant à la Commission des OPA de prélever des émoluments auprès des parties à la procédure.

[24] Basé sur l'art. 23, al. 5, LBVM, l'art. 69 OOPA fixe le système d'émoluments. Chaque offrant paie un émolument pour l'examen de l'offre par la Commission des OPA. L'émolument est calculé proportionnellement au montant de l'offre. L'art. 69, al. 5, OOPA, dispose en outre qu'un émolument peut également être mis à charge de la société visée ou un actionnaire qualifié dans des cas particuliers, notamment lorsqu'ils causent un travail supplémentaire à la Commission des OPA. L'art. 62, al. 5, OOPA prévoyait déjà cette possibilité, cependant uniquement pour la société visée puisque les actionnaires qualifiés ne pouvaient pas prendre part à la procédure sous l'ancien droit.

[25] Il apparaît justifié de pouvoir mettre un émolument à charge d'un actionnaire qualifié lorsque son opposition cause un travail supplémentaire à la Commission des OPA. L'art. 23, al. 5, LBVM, aurait logiquement dû être adapté lorsque la qualité de partie a été accordée aux actionnaires qualifiés. Nous proposons de corriger cet oubli en intégrant expressément la possibilité de prélever un émolument auprès des actionnaires qualifiés.

## **3. Révision de la LBVM à moyen terme**

[26] La Commission des OPA souhaite mentionner ici deux problématiques de relativement grande importance qui devront être abordées à moyen terme par le législateur. Réalisant que l'avancement des réflexions ne permettra peut-être pas d'intégrer ces deux questions dans la révision actuellement en cours, la Commission souhaite cependant les aborder en vue d'une révision à moyen terme de la loi.

### **3.1 Prime de contrôle**

[27] Le prix minimum offert dans le cadre d'une offre obligatoire se détermine selon deux critères : il doit être au moins égal au cours de bourse et ne doit pas être inférieur de plus de 25 % au prix le plus élevé par l'offrant pour des titres de la société visée dans les douze derniers mois. La plus élevée de ces deux valeurs forme le prix minimum de l'offre (art. 32, al. 4, LBVM). L'offrant dispose ainsi de la possibilité d'acquérir une participation avant le lancement de l'offre, à un prix





pouvant être 33 % plus élevé que le prix de l'offre, pour autant que le cours de bourse ne soit pas supérieur à cette valeur. Le message du conseil fédéral relatif à la LBVM précise à ce sujet qu'économiquement, la valeur d'une participation dominante est supérieure à la valeur des mêmes actions isolées<sup>18</sup>. Pour le législateur de 1995, il se justifiait d'autoriser le paiement d'une prime de contrôle lors de l'acquisition de telles participations avant le lancement d'une offre. La LBVM protège donc les intérêts du marché des contrôles d'entreprises en n'exigeant pas une égalité de traitement absolue entre la transaction permettant d'obtenir le contrôle et les autres participations et en permettant à un investisseur de prendre le contrôle sur une société sans avoir versé un prix identique à tous les actionnaires. Ceux-ci sont cependant protégés par la limite de 25 %. Le but du législateur était notamment de reconnaître la réalité économique du marché des contrôles d'entreprise et assurer sa fonctionnalité<sup>19</sup>. En réalité, la prime de contrôle ne bénéficie pas aux seuls actionnaires qui vendent une participation de contrôle. Elle peut être payée dans toute acquisition préalable à l'offre, consacrant ainsi une atteinte significative et toujours plus contestée au principe d'égalité de traitement des actionnaires.

[28] Dans le cadre de l'offre publique d'acquisition présentée par Aquamit B.V. sur Quadrant AG en 2009, une interpellation a été déposée au Conseil fédéral par le parlementaire Hans Kaufmann<sup>20</sup>. Objet de cette interpellation était la prime de contrôle qui a été accordée à certains actionnaires par Aquamit B.V. et l'inégalité de traitement qui en résulte par rapport aux autres actionnaires. Dans sa réponse, le Conseil fédéral n'est pas entré en matière sur les critiques formulées et a confirmé que le système en place pour l'examen des offres publiques d'acquisition avait fait ses preuves.

[29] Sur le plan international, l'institution de la prime de contrôle contenue dans le droit suisse est une spécialité qui apparaît relativement isolée. Tant la directive européenne concernant les offres publiques d'acquisition que le Takeover Code anglais l'excluent. Le prix de l'offre doit être au minimum équivalent au prix le plus élevé payé dans une certaine période précédant l'offre<sup>21</sup>.

[30] L'égalité de traitement entre les actionnaires est garantie notamment par les art. 24, al. 2, LBVM et 1 OOPA. L'institution de la prime de contrôle constitue une brèche dans ce principe

---

<sup>18</sup> Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM) du 24 février 1993 (FF 1993 p. 1269 ss), p. 1317.

<sup>19</sup> Robert Bernet, Die Regelung öffentlicher Kaufangebot im neuen Börsengesetz (BEHG), Bern, 1998, p. 79 ss et p. 232 ss.

<sup>20</sup> Interpellation 09.3667 déposée le 12 juin 2009 par Hans Kaufmann : Surveillance des marchés financiers déficiente ou législation lacunaire ?

<sup>21</sup> Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, art. 5, al. 4 (le prix minimum est le prix le plus élevé payé pour les mêmes titres par l'offrant, ou par des personnes agissant de concert avec lui, pendant une période, déterminée par les États membres, de six mois au minimum à douze mois au maximum précédant l'offre visée) ; The City Code on Takeovers and Mergers, Rule 6 and 11 (le prix minimum est celui payé pendant les trois mois précédant l'offre ou pendant les 12 mois précédant l'offre si 10 % des droits de vote d'une catégorie ont été acquis pendant cette période ou durant l'offre).



permettant à l'offrant de traiter les actionnaires de manière différente. La Commission est d'avis que cette inégalité de traitement, spécificité helvétique, ne se justifie plus.

[31] La portée politique d'une éventuelle suppression de la prime de contrôle justifie vraisemblablement une procédure de révision idoine précédée d'une consultation publique. La Commission va préparer un dossier sur cette question importante et le soumettre au Département, en vue de lancer la réflexion sur une éventuelle révision de la LBVM.

### 3.2 Application territoriale du droit des OPA

[32] L'art. 22 LBVM dispose que le droit des OPA (section 5 et art. 52 et 53 LBVM, de même que l'OBVM-FINMA, l'OOPA et le R-COPA) s'applique aux offres publiques d'acquisition portant sur les titres de sociétés suisses dont au moins une partie des titres sont cotés en Suisse. Selon la pratique de la Commission des OPA, le terme "société suisse" s'interprète à la lueur de la théorie de l'incorporation de l'art. 154 de la loi sur le droit international privé (LDIP)<sup>22</sup>. En outre, le droit des OPA s'applique également lorsque le siège effectif de la société visée se situe en Suisse<sup>23</sup>. La notion de siège effectif est une notion juridique indéterminée, qui a donné lieu à plusieurs recommandations de la Commission<sup>24</sup> et dont l'application est discutée en doctrine.

[33] Sur le plan européen, la directive européenne 2004/25 CE contient des règles déterminant la compétence territoriale ainsi que le droit applicable. La Commission a constaté que la collision de ces règles avec le droit suisse pouvait aboutir à un conflit de compétence négatif. Cette constellation a été constatée pour la dernière fois lors de l'offre publique d'acquisition de Cosmo Pharmaceuticals S.p.A., Milan, Italie, sur BioXell S.p.A., Milan, Italie, cotée auprès de SIX Swiss Exchange, dont l'annonce préalable a été publiée le 18 novembre 2009. Le droit italien ne pouvait pas être appliqué à cette offre, en raison de l'absence de cotation en Italie ou dans un autre Etat membre européen. De même, le droit suisse n'était pas applicable en raison de l'absence d'un siège social ou effectif sur le territoire suisse. En conséquence de ce conflit de compétence négatif, aucune autorité n'a examiné cette offre publique<sup>25</sup>. Afin que le marché en soit informé, la Commission a publié un communiqué indiquant qu'elle n'était pas compétente pour l'examen de cette offre.

[34] La problématique des conflits de compétence négatifs, de même que les questions soulevées par la notion juridique indéterminée du siège effectif doivent conduire à une réflexion approfondie des règles suisses de territorialité. Comme pour la prime de contrôle, la Commission

---

<sup>22</sup> Loi fédérale sur le droit international privé (RS 291).

<sup>23</sup> Décision de la Commission fédérale des banques du 30 septembre 1999 dans l'affaire *Tag Heuer International SA*.

<sup>24</sup> Recommandations 377/01 du 29 juillet 2008 dans l'affaire *Richemont SA*, 159/01 du 28 mars 2003 dans l'affaire *Perutil SA*, 090/01 du 20 mars 2001 dans l'affaire *De Beers Centenary AG* et 053/01 du 1<sup>er</sup> décembre 1999 dans l'affaire *Hilti AG*.

<sup>25</sup> Une situation semblable s'est présentée en 2008 lorsque la société *Austriamicrosystems AG*, cotée en Suisse mais dont le siège social se trouve en Autriche, a souhaité procéder à un programme de rachat d'actions. La Commission n'est pas intervenue, en raison de l'absence d'un siège effectif en Suisse.



des OPA soumettra un dossier au Département afin d'alimenter la discussion en vue d'une éventuelle révision future.

Le soussigné et le secrétariat de la Commission se tiennent à votre disposition pour fournir tous renseignements complémentaires souhaités sur ce qui précède.

En vous remerciant d'avance de l'attention que vous porterez à la présente, nous vous prions d'agréer, Mesdames, Messieurs, l'expression de nos sentiments distingués.

Pour la Commission, son président :

Prof. Luc Thévenoz

Copie : Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).