

Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières

(Loi sur les bourses, LBVM)

du 24 février 1993

Messieurs les Présidents, Mesdames et Messieurs,

Par le présent message, nous vous soumettons, en vous proposant de l'approuver, le projet d'une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières. Nous vous proposons en outre de classer les interventions parlementaires suivantes:

- | | | | |
|------|-------|--------|--|
| 1988 | P | 88.764 | Libéralisation des marchés financiers suisses
(N 16. 12. 88, Schüle) points 2, 3, 4, 5 |
| 1989 | P | 88.594 | Loi sur les opérations boursières (N 17. 3. 89, Eisenring) |
| 1989 | P | 88.803 | Surveillance des marchés financiers. Loi-cadre
(N 17. 3. 89, Uchtenhagen) |
| 1991 | M. ad | 83.015 | Législation sur les bourses
(N 18. 9. 90; 5. 3. 91, commission du Conseil national) |
| 1990 | P | 90.558 | Conditions propices à l'essor de la place financière suisse
(N 9. 3. 92; groupe du parti radical) point 2 |
| 1990 | P | 90.622 | Conditions propices à l'essor de la place financière suisse
(N 9. 3. 92; groupe de l'union démocratique du centre)
point 2 |
| 1990 | P | 90.652 | Conditions propices à l'essor de la place financière suisse
(N 9. 3. 92; groupe du parti démocrate-chrétien) point 2. |

Nous vous prions d'agréer, Messieurs les Présidents, Mesdames et Messieurs, l'assurance de notre haute considération.

24 février 1993

Au nom du Conseil fédéral suisse:

Le président de la Confédération, Ogi

Le chancelier de la Confédération, Couchepin

Condensé

Par le présent message, le Conseil fédéral propose d'instaurer une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (loi fédérale sur les bourses, LBVM). Un groupe d'étude, institué en septembre 1988 par le Conseil fédéral, a été chargé par ce dernier d'analyser les structures et les mécanismes régulateurs du marché suisse des valeurs mobilières. Dans son rapport, qu'il a remis à la fin de 1989, ce groupe d'étude a conclu qu'une loi fédérale sur les bourses constituait le meilleur moyen de parer à l'évolution du contexte international et à l'interconnexion des marchés financiers. Il notait dans la foulée que la portée d'une telle loi devait englober la protection des investisseurs, la garantie du fonctionnement du marché, sa surveillance et certains aspects de la coopération au niveau international. Enfin, il insistait sur la nécessité d'instaurer plus de transparence dans l'actionnariat et une réglementation applicable aux prises de contrôle d'entreprises.

Un groupe d'experts a été appelé ensuite à élaborer un projet de loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières, projet qui fut mis en consultation de juin à septembre 1991. Les résultats de cette consultation ont été publiés en janvier 1992. La nécessité de réglementer les bourses et le commerce des valeurs mobilières au niveau fédéral a été reconnue. De même, les milieux consultés ont salué le principe d'une réglementation cadre laissant une large place à l'autorégulation et prévoyant un système de surveillance efficace. Fort de ces constatations, le Conseil fédéral a confié au Département fédéral des finances le soin d'élaborer un message portant sur le projet de loi précité.

Conçu comme une réglementation cadre, le présent projet de LBVM vise à garantir la protection des investisseurs et le fonctionnement des marchés, ce qui suppose avant toute chose une transparence accrue. L'admission des membres et des valeurs mobilières à la bourse de même que l'organisation du marché et la surveillance des transactions seront soumises dans une large mesure à l'autorégulation. Toutefois, les règlements que les bourses seront appelées à édicter devront garantir le respect de certains principes tels que l'égalité de traitement et satisfaire aux normes internationales. L'autorisation d'exploiter une bourse et d'exercer une activité de négociant en valeurs mobilières sera octroyée en revanche par une autorité de surveillance de l'Etat. La LBVM règle par ailleurs les devoirs qui incombent aux réviseurs des négociants.

Elle réglemente également la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées, ce qui devrait assurer la transparence indispensable à une protection efficace des investisseurs et au bon fonctionnement du système. La réglementation des offres publiques d'acquisition se base sur un compromis qui satisfait aux exigences inhérentes à la transparence et à la protection des investisseurs; elle tient compte en outre de la subdivision des sociétés cotées en bourse en sociétés familiales et en sociétés ouvertes au public. L'autorité de surveillance pourra libérer de l'obligation de présenter une offre les personnes qui procèdent à des transferts de droits de vote au sein d'un groupe constitué durablement. Enfin, on notera que les sociétés cotées seront

libres de décider si elles veulent se soumettre ou non aux dispositions applicables aux offres publiques d'acquisition.

L'autorité de surveillance sera la «Commission fédérale des banques et des bourses» (CFBB). La globalisation des marchés financiers rend une coopération transfrontière des autorités de surveillance nécessaire. La CFBB se verra doter des compétences indispensables à l'instauration d'une coopération efficace. La transmission d'informations et la remise de documents seront soumises à des prescriptions claires et précises. La communication d'informations concernant des clients sera régie par la procédure administrative. En outre, des accords internationaux pourront être conclus afin de faciliter l'échange d'informations avec certains Etats.

La LBVM prévoit les voies de droit et les dispositions pénales nécessaires ainsi que les modifications du droit en vigueur. A cet égard, il convient de mentionner en particulier l'introduction d'une disposition pénale sur la «manipulation de cours».

La LBVM ne régit pas le marché primaire. Ce domaine sera réglementé par un autre acte législatif ou par le code des obligations.

Avec l'instauration d'une loi sur les bourses moderne et répondant aux normes internationales, on aura réalisé une condition essentielle pour maintenir la compétitivité de la place boursière suisse. En outre, une protection efficace du fonctionnement du système devrait garantir un déroulement correct des transactions. Les marchés financiers seront ainsi à même d'exercer pleinement leur fonction économique qui consiste à allouer les capitaux aux secteurs les plus productifs. Il faut souligner enfin que la plus grande transparence qui résultera de la mise en application de cette loi améliorera la position des investisseurs de manière décisive.

Message

1 Partie générale

11 Point de la situation

111 Changements intervenus sur les marchés financiers

Ces dernières années, les marchés financiers ont subi de rapides et profondes mutations. Afin de dynamiser et de rendre plus attrayante leur place financière, certains pays ont entrepris de déréglementer leur système, ce qui a eu pour effet d'aiguiser la concurrence entre les places financières et d'accélérer le processus de globalisation des marchés des capitaux. Depuis le début des années quatre-vingt, les volumes d'affaires réalisés sur les marchés ont considérablement augmenté. Afin de parer aux risques liés aux taux d'intérêt et au change, on a créé en Suisse des instruments comme les futures et les options ainsi que des marchés tels que la Soffex en 1988. A l'enseigne de la «securitization», on a propagé, en lieu et place des crédits bancaires classiques, des obligations sous la forme de créances «titrisées» et négociables sur les marchés des capitaux. Le paysage du marché des titres s'est trouvé profondément modifié suite aux progrès réalisés en matière d'informatique et de télécommunications et avec l'apparition des systèmes de communication et de négociation informatisés. Il en est résulté une amélioration des informations afférentes au marché et une exécution des ordres plus rapide et moins coûteuse. Par ailleurs, l'introduction de l'obligation d'affiliation aux caisses de retraite a engendré en Suisse un processus d'institutionnalisation et de «professionnalisation» des investisseurs encore plus marqué que dans les autres pays.

Outre l'évolution technique, les marchés financiers sont également influencés par les mutations politiques. Les événements qui se sont déroulés ces dernières années en Europe centrale et orientale ont – conjointement avec la fin de la guerre froide et la stabilité politique et économique acquises par les pays de la CE – créé ou amélioré les conditions de nature à assurer la confiance des investisseurs sur les places financières européennes. D'où l'apparition de nouveaux concurrents de la place financière suisse. La stabilité politique dont la Suisse a pu se prévaloir durant de nombreuses années et la réputation de «safe haven» qu'on lui prêtait dans ce contexte ne sont pas destinées à perdurer éternellement.

Ces mutations intervenues sur les marchés financiers nous obligent aujourd'hui à ajuster notre cadre juridique aux nouvelles réalités. La protection des investisseurs et les exigences plus élevées en matière de transparence réclament une réglementation des marchés ainsi qu'une surveillance efficaces des bourses et du marché des valeurs mobilières, car il s'agit de créer la confiance, condition essentielle du bon fonctionnement des marchés financiers modernes. On notera en outre que la globalisation des marchés et des transactions s'est développée au point qu'un renforcement de la coopération internationale dans le domaine de la surveillance s'impose sans conteste.

En Suisse, cette évolution a débouché sur la disparition de quatre des sept bourses «à la criée» que comptait le pays. Ne restent donc que celles de Zurich, de Bâle et

de Genève. Ce phénomène de concentration devrait se poursuivre. Les bourses électroniques délocalisées présentent sans doute les meilleures conditions de survie et de développement. Ces bouleversements ont rendu les législations cantonales caduques, si bien qu'il faut les remplacer par une loi et une surveillance fédérales satisfaisant aux normes internationales.

112 La législation en Suisse

Les restructurations survenues sur les marchés financiers internationaux et notamment la libéralisation spectaculaire née du «big bang» à Londres en 1986 ont soulevé un vaste débat sur la compétitivité de la place financière suisse et en particulier sur les bourses suisses. Les discussions portant sur le statut et les méthodes de travail de l'Instance suisse d'admission ont amené les intéressés à s'interroger sur la nécessité d'édicter une loi fédérale sur les bourses. Les tentatives actuelles visant à instituer une loi fédérale sur les bourses s'expliquent également par le krach boursier survenu en automne 1987 et certaines prises de contrôle d'entreprises qui privèrent les petits actionnaires du prix d'achat maximum, leur donnant ainsi le sentiment d'avoir été floués. Ces événements ont mis en lumière les problèmes liés à la transparence et au fonctionnement des bourses suisses. Par ailleurs, des bourses régionales ont dû fermer leurs portes ces dernières années sous l'effet du processus de concentration. Par ailleurs, des interventions parlementaires, déposées surtout vers la fin des années quatre-vingt, ont réclamé la mise à l'étude d'une réglementation des bourses et des prises de contrôle sur le plan fédéral.

A l'heure actuelle, les bourses de papiers-valeurs de Zurich, de Bâle et de Genève sont soumises à des lois cantonales qui divergent à certains égards. C'est ainsi que Genève, contrairement aux deux autres bourses, ignore l'autorisation professionnelle d'exercer en tant que commerçant de titres; de plus, l'exploitation de la bourse n'a pas été confiée à une association de droit public à affiliation obligatoire comme à Zurich et à Bâle, de même qu'il n'existe pas de véritable surveillance des opérateurs sur titres. Dans le canton du Tessin, les fournisseurs de services financiers sont soumis à une surveillance de l'Etat.

Au niveau fédéral, différents actes normatifs de droit privé et de droit public renferment des dispositions qui influencent directement ou indirectement le marché des valeurs mobilières. Le droit des sociétés anonymes renferme des dispositions sur les actions et aussi, en marge, sur les bons de jouissance. Ces dernières années, la controverse a porté surtout sur les aspects qui différencient les actions au porteur des actions nominatives et sur les restrictions de transfert visant les actions nominatives liées. Ces obstacles affaiblissent la protection des actionnaires minoritaires et entravent les prises de contrôle d'entreprises. La variété des titres (actions au porteur, actions nominatives et autres titres de participation) tend à diminuer la liquidité en bourse. Le nouveau droit des sociétés anonymes qui est entré en vigueur le 1^{er} juillet 1992 et la tendance récente au resserrement des catégories de titres atténueront en partie les effets de ces distorsions.

La législation sur les papiers-valeurs régit les aspects traditionnels des titres au porteur, des titres à ordre et des titres nominatifs. Elle ne s'applique pas aux titres de dette qui ne sont pas définis comme papiers-valeurs. La tendance à la dématérialisation des droits de participation et à l'abandon des titres physiques de créance qui se manifeste au niveau international a créé dans le commerce des simples droits-valeurs une certaine insécurité sur le plan juridique à laquelle il convient de remédier par voie législative.

Vu que la vente ou l'achat de papiers-valeurs constitue la base de toute transaction boursière – le plus souvent effectuée par une banque moyennant commission – ce sont principalement les dispositions du CO relatives à la vente et à la commission qui s'appliquent.

Notons que la loi sur les banques et la surveillance de la Commission fédérale des banques (CFB) exercent aussi indirectement leurs effets sur le commerce des valeurs mobilières vu que les adhérents des bourses, à quelques exceptions près, se recrutent uniquement parmi les établissements bancaires.

La Suisse se doit de revoir son cadre juridique aux fins d'assurer la protection des investisseurs et un fonctionnement efficace du système financier. L'informatisation des transactions a libéré les marchés de leur contexte géographique pour leur donner une dimension nationale, voire internationale. Les législations cantonales ne sont plus à même de répondre aux exigences actuelles. En réponse à une motion de la commission du Conseil national du 14 septembre 1989 concernant la législation sur les bourses (ad 83.015), le Conseil fédéral se déclarait favorable, à l'époque déjà, à la mise en place d'une loi fédérale sur les bourses réglementant également l'achat d'actions cotées en bourse.

12 Rapport du groupe d'étude sur les bourses du 21 décembre 1989

Le Département fédéral des finances a institué le 5 septembre 1988 un groupe d'étude chargé d'analyser les structures et les mécanismes régulateurs du marché suisse des valeurs mobilières. Ce groupe a été chargé en particulier de présenter les réformes et les ajustements permettant au marché des titres d'affronter les défis de l'avenir. Il s'est penché sur les possibilités de développement et les tendances suivies au niveau international en matière de politique des marchés financiers; il a également analysé des problèmes spécifiques du fonctionnement tels que la liquidité et la transparence, ainsi que la surveillance des marchés.

De l'avis du groupe d'étude, les critères ci-après sont déterminants pour apprécier un marché et juger de l'opportunité d'une réglementation publique ou privée:

- L'efficacité: on entend par efficacité le bas niveau des prix pratiqués sur un marché et la capacité de rendement du système d'information et du marché lui-même. La concurrence ne devrait pas être limitée dans le secteur financier pour ce qui touche les prix et les produits. Le rendement des marchés se mesure à la qualité des informations transmises et traitées, ce qui suppose une infrastructure technologique performante et moderne.
- La liquidité: une formation efficiente des prix sur les marchés suppose une liquidité suffisante. Si celle-ci est trop faible, certaines transactions peuvent

provoquer des variations de cours importantes. La liquidité est donc la capacité d'un marché à absorber un volume élevé de transactions sans pour autant enregistrer des fluctuations notables de cours. La fragmentation des marchés nuit à la liquidité.

- La transparence: elle suppose que les participants aux marchés disposent d'informations complètes et récentes sur toute transaction ou participation. En ce qui concerne la transparence des cours, l'idéal serait que l'on publie continuellement durant les séances les cours au comptant et à terme de tous les titres avec une indication des volumes traités.
- La sécurité: elle implique la protection des investisseurs et la garantie du bon fonctionnement du marché. Il importe, en effet, de protéger les investisseurs et les autres demandes de services financiers des pratiques commerciales préjudiciables et des pertes découlant des faillites des intermédiaires financiers. A cet égard, les prescriptions sur la publicité et le code de conduite revêtent une importance certaine. La garantie du fonctionnement du marché dépend de la stabilité du système financier. La solvabilité, la capacité financière et la compétitivité des intermédiaires en sont les éléments déterminants.

Dans son rapport final, le groupe d'étude a souligné qu'une loi fédérale sur les bourses constituait la réponse adéquate à l'évolution du contexte international et à l'intégration des marchés financiers. Il estime qu'une telle loi devrait régir la protection des investisseurs, la garantie du bon fonctionnement du marché, sa surveillance et la coopération internationale. Il y a lieu de tenir compte, en l'occurrence, des objectifs qui sous-tendent le processus d'harmonisation des règles s'appliquant aux marchés financiers de la Communauté européenne et des pays de l'OCDE. Une protection efficace des investisseurs suppose la publication d'informations sur les actionnaires importants et la mise en place d'une réglementation des prises de contrôle. Le groupe d'étude estime que les règles suivantes doivent présider aux prises de contrôle: l'égalité de traitement entre les actionnaires, la transparence dans le déroulement des prises de contrôle et la transparence dans les changements de la composition de l'actionnariat.

Par ailleurs, le groupe d'étude est d'avis que les problèmes ressortissant par exemple à la gérance de fortune qui, s'ils ne concernent pas directement le commerce des titres, sont toutefois d'une importance certaine au regard de la protection des investisseurs et du bon fonctionnement du marché, devraient être réglés par des dispositions complémentaires dans une loi sur les services financiers. L'absence de réglementation et de surveillance efficaces des marchés financiers en Suisse encourage certains jongleurs de la finance à opérer sur et depuis le territoire suisse, ce qui porte atteinte à l'honorabilité de notre place financière.

13 Rapport du groupe d'experts chargé d'élaborer une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières

Suivant la recommandation du groupe d'étude, le Conseil fédéral a chargé, en juin 1990, un groupe d'experts, présidé par le professeur Hirsch, d'élaborer un projet

de loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières. Ce groupe d'experts a remis son projet – conçu comme une réglementation cadre de police économique – en mars 1991.

A travers cette loi, le groupe d'experts s'est fixé pour but de garantir une protection suffisante des investisseurs et du fonctionnement des marchés tout en tenant compte des développements futurs. Matériellement, ce projet de loi couvre l'admission des négociants, celle des marchés organisés, certaines règles de conduite pour les participants, des aspects de l'organisation des marchés, la publicité des participations importantes, l'organisation de la surveillance, la coopération internationale entre les autorités de surveillance et, enfin, les offres publiques d'acquisition. Le mécanisme de régulation proposé s'appuie sur un équilibre entre la surveillance de l'Etat et une large part d'autorégulation. Enfin, ce projet contient des dispositions régissant la couverture des frais de surveillance et des normes pénales visant à punir les infractions à la loi.

Le marché primaire a été exclu de ce projet de loi. Le groupe d'experts a estimé cependant que ce marché devrait également être réglementé à moyen terme. Les dispositions actuelles concernant les informations du prospectus d'émission, la clarté du bilan, la situation effective et les perspectives de l'émetteur ne garantissent pas une information suffisante de l'investisseur. Au regard des législations des principaux Etats étrangers, les normes suisses, notamment celles qui s'appliquent à la présentation des comptes, révèlent certaines lacunes.

Le groupe d'experts est cependant parvenu à la conclusion qu'il fallait renoncer provisoirement à réglementer le marché primaire et ce pour les raisons suivantes. La concurrence est vive entre la place financière suisse et l'euromarché, si bien qu'il convient d'attendre et de voir de quelle manière ce marché sera réglementé à l'avenir par les normes de la CE. L'investisseur est protégé, du moins partiellement, par le CO et par la surveillance sur les banques. Le champ d'application de l'ordonnance sur les banques couvre depuis peu également les maisons d'émission, ce qui devrait garantir un minimum de solvabilité des participants opérant à titre professionnel sur le marché primaire. Par ailleurs, la convention XIX de l'Association suisse des banquiers prescrit l'obligation d'émettre un prospectus lors d'émissions de «notes» (obligations ou titres de créances) de débiteurs étrangers. Notons enfin qu'en vertu des dispositions cantonales en vigueur et selon la future LBVM, les émetteurs peuvent se voir imposer, en ce qui concerne le prospectus de cotation, des exigences minimales allant au-delà de ce que prescrit le CO.

Le groupe d'experts a confirmé le besoin d'instituer une loi ainsi qu'une surveillance fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières. Les négociants qui n'ont pas le statut de banque et qui ne sont, par conséquent, pas soumis à la loi sur les banques ni à la surveillance de la Commission fédérale des banques (CFB) sont cependant assujettis à une certaine surveillance à Bâle, à Zurich et au Tessin. Celle-ci ne s'applique toutefois qu'à l'activité des négociants domiciliés dans le canton. Or, aujourd'hui, l'activité des négociants ne se limite plus au territoire d'un canton mais s'exerce sur le plan national, voire international. Qu'ils aient un statut bancaire ou non, les négociants seront soumis désormais aux mêmes règles.

Les bourses sont régies par des normes cantonales à Zurich, à Bâle et à Genève. Dans les autres cantons, l'exploitation d'une bourse ne fait l'objet d'aucune réglementation. Théoriquement, une bourse pourrait être créée dans n'importe quel autre canton sans que les exploitants soient tenus d'observer les règles indispensables au bon fonctionnement du marché. Un cadre légal s'impose donc au niveau fédéral pour assurer le développement harmonieux d'une «bourse suisse».

Les bourses électroniques délocalisées semblent avoir les meilleures chances de se développer à l'avenir. La technologie moderne permet aisément à un négociant de participer à une bourse sans avoir son siège au même endroit. Les lois cantonales sur les bourses ne peuvent s'appliquer aux négociants domiciliés hors du territoire cantonal. On mentionnera en outre qu'à Zurich et à Bâle, seules les sociétés établies dans le canton sont autorisées à s'affilier à la bourse. Cette restriction ne répond plus aux réalités politiques, économiques et juridiques actuelles. Comparées aux exigences du système boursier moderne, les lois et surveillances cantonales se révèlent dépassées.

Domaine étroitement lié au droit des obligations et au droit des sociétés, les offres publiques d'acquisition réclament également une réglementation au niveau fédéral. Compte tenu de la dérégulation et de l'internationalisation des marchés, il importe en outre de renforcer la coopération internationale et d'harmoniser la surveillance des bourses pour assurer la protection des investisseurs et le fonctionnement du marché. Seule une loi de portée nationale permet de satisfaire à ces exigences.

Le projet de loi du groupe d'experts n'instaure pas d'obligation d'effectuer les transactions en bourse. Rien n'empêchera cependant une bourse de soumettre ses membres à une telle obligation sous certaines conditions. La Soffex, précisément, oblige ses membres à traiter en bourse pour des raisons techniques liées au marché et au déroulement des transactions.

Le caractère de ce projet de loi est déterminé par les intérêts fondamentaux de la protection sur le plan de la police économique (protection du patrimoine) et par les impératifs découlant du fonctionnement du marché (fonctionnement correct des bourses et des marchés des capitaux). En tant que réglementation cadre, ce projet se borne à fixer les normes de nature à garantir la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés, les dispositions d'exécution étant édictées par voie d'ordonnance. Le principe de proportionnalité qui s'applique en cas de restriction des droits fondamentaux sera parfaitement pris en compte. La liberté du commerce et de l'industrie des bourses et des négociants en valeurs mobilières ne sera limitée que dans la mesure où l'exige la protection des membres des bourses et des clients des négociants. Relevons encore que le dispositif légal proposé, de même que les dispositions d'exécution qui seront édictées par voie d'ordonnance, sont de nature à garantir la souplesse et la sécurité du droit nécessaire.

14 Résultats de la consultation lancée en juin 1991

141 Nécessité et buts d'une LBVM

Le Département fédéral des finances a soumis le projet du «groupe d'experts Hirsch» à l'appréciation des cantons, des partis et des organisations intéressées de juin à septembre 1991. D'une manière générale, ce projet de réglementation cadre a été bien reçu par les milieux consultés.

Hormis le canton de Zurich, toutes les organisations consultées ont reconnu la nécessité de soumettre les bourses et le commerce des valeurs mobilières à une loi fédérale adaptée aux normes internationales. Les réglementations cantonales se révèlent dépassées à l'heure où l'interconnexion globale des marchés est devenue une réalité et où la coopération internationale en matière de surveillance des bourses et des négociations en valeurs mobilières s'impose comme une nécessité.

Les buts de protection des investisseurs et de garantie du fonctionnement des marchés ne sont en principe pas contestés. Certains cantons et partis ainsi que des représentants de banques et de bourses estiment cependant que ces buts pèchent par imprécision et qu'ils ne pourront être concrétisés dans la pratique sans difficultés et sans créer une certaine insécurité. Ils ont insisté en particulier sur la transparence, but qui, à leurs yeux, devrait également figurer dans l'article y relatif. D'autres buts ont été proposés: la compétitivité des bourses suisses, la probité, la sincérité, l'intégrité, la loyauté, la coopération internationale, la sauvegarde de la libre concurrence entre les bourses et les négociants en valeurs mobilières, l'égalité de traitement de tous les partenaires du marché, l'assurance de bénéficier de conditions de concurrence équitables et le principe de l'autorégulation.

Par ailleurs, de l'avis notamment des représentants de l'industrie, des banques commerciales et de gestion, des sociétés anonymes privées et de certains cantons, on ne voue pas suffisamment d'attention aux intérêts des sociétés familiales.

142 Réglementation cadre et autorégulation

Vu son caractère de réglementation cadre, la LBVM exercera uniquement une fonction de police économique sans empiéter sur la liberté du commerce et de l'industrie. Elle se bornera à fixer les orientations fondamentales et, conformément au principe de subsidiarité, ne contiendra que les dispositions indispensables à la réalisation des buts visés. Ce dispositif juridique permettra, le cas échéant, de procéder aux adaptations requises par l'évolution du contexte. Certains intervenants ont cependant émis des réserves au sujet de la compétence qui reviendrait – vu la nature de la loi – au Conseil fédéral de régler les détails par voie d'ordonnance. Quoiqu'il en soit, il y aura lieu de consulter à nouveau les organisations intéressées sur le contenu des ordonnances.

La majorité des milieux consultés s'est déclarée favorable aux larges possibilités d'autorégulation accordées aux bourses. Les banques estiment, en effet, que l'organisation et la surveillance du marché, la réglementation applicable aux membres des bourses et à la cotation doivent être laissées aux soins professionnels. Toutefois, le PS et la Commission des cartels en particulier jugent utile d'instaurer

un garde-fou sous la forme d'une autorité de surveillance efficace afin de garantir la protection des investisseurs et de prévenir les pratiques cartellaires. D'aucuns ont relevé certains risques inhérents à l'autorégulation, risques qui pourraient se traduire par une influence prépondérante des principales maisons d'émission et des grands négociants en valeurs mobilières et, partant, créer des conflits d'intérêts.

143 Marché primaire

La plupart des cantons, partis, associations et organisations des arts et métiers, de l'industrie, des banques et des bourses se sont prononcés contre l'inclusion du marché primaire dans la LBVM. Considérant que le droit des obligations et la convention XIX de l'Association suisse des banquiers répondent aux besoins, ils ne voient pas de raison d'étendre la législation. Si la protection des investisseurs devait être renforcée en vue d'un ajustement au droit communautaire, il y aurait lieu de créer une loi séparée.

Notons cependant que sept cantons, le PS, des représentants des employés et des salariés, des organisations de prévoyance en faveur du personnel, des fondations de placement et des gérants de fortune ont demandé que la protection des investisseurs et la garantie du fonctionnement du marché recouvrent également le marché primaire. A leur avis, il est de plus en plus difficile de distinguer le marché primaire du marché secondaire. La transparence veut donc que l'on inclue le marché primaire dans la loi.

144 Bourses et négociants en valeurs mobilières

Les conditions d'admission concernant les bourses et les négociants n'ont pas été contestées. Les avis ont surtout souligné l'importance que revêt le principe de l'égalité de traitement. Les bourses et les banques ont notamment rejeté la possibilité de conférer au Conseil fédéral la compétence de soumettre à toutes ou à certaines dispositions de la loi les organisations analogues à des bourses. En ce qui concerne l'admission de bourses étrangères, les représentants des bourses suisses ont fait valoir le droit à la réciprocité. La surveillance des bourses et des négociants en valeurs mobilières devrait se limiter à l'examen du respect des lois, des règlements et des règles déontologiques. La possibilité d'appliquer l'obligation d'effectuer les transactions en bourse a été approuvée par la majorité, bourses et banques comprises. Le PS et la Communauté de travail pour la prévoyance en faveur du personnel estiment que la transparence et l'accroissement de la liquidité impliquent l'obligation de traiter en bourse. Au demeurant, la possibilité de segmenter le marché a été largement admise.

La compétence du Conseil fédéral de soumettre à la loi des personnes et des sociétés qui achètent ou vendent des valeurs mobilières à titre professionnel, mais sans passer par un négociant, a été rejetée par le Vorort, les banques et les bourses, les assurances et la Chambre fiduciaire. Selon ces mêmes organisations, les négociants étrangers qui sont soumis dans leur pays à une surveillance analogue à celle que prévoit la LBVM devraient être libérés totalement ou en partie des obligations découlant de la loi.

145 **Publicité des participations**

Pour des motifs ressortissant à la protection des investisseurs et dans un souci de transparence, la grande majorité des milieux estime que l'obligation de publier les participations dans les sociétés cotées doit être réglementée par la LBVM. Le seuil de cette participation devrait être fixé à 5 pour cent déjà. Aux termes de la loi, toute personne qui acquiert ou aliène des titres d'une société ayant son siège en Suisse et dont les titres de participation sont traités en bourse, et ainsi atteint ou dépasse les seuils de 5, 10, 25, 33⅓, 50 ou 75 pour cent des droits de vote (ou ramène sa participation au-dessous de ces seuils), doit informer la société et les bourses où les titres de participation sont traités. Certains milieux jugent que la définition des assujettis à l'obligation d'annoncer manque de précision. En ce qui concerne les sociétés familiales notamment, il y a lieu de se demander si l'obligation doit s'appliquer à la famille ou à chaque membre. Le projet ne tient pas suffisamment compte des particularités des sociétés anonymes familiales et des groupes liés par des conventions entre actionnaires. En cas de transfert de valeurs mobilières au sein d'une famille, d'offre en cadeau ou d'héritage de titres, il convient de prévoir des dérogations car des opérations sur titres entre membres d'une famille ne peuvent être comparées, du point de vue du marché des capitaux, à des transactions entre tiers.

146 **Offres publiques d'acquisition**

Les avis sont fortement partagés en ce qui concerne la soumission de cet objet à la LBVM. Eu égard aux intérêts des actionnaires minoritaires, les sociétés industrielles et holding directement touchées, les représentants des organisations de consommateurs et des organisations de salariés et d'employés, six cantons et le PSS estiment que cette matière doit être réglée dans le cadre de la LBVM. Une majorité est d'avis que cette matière doit faire l'objet d'une loi séparée car elle craint que la question des offres publiques d'acquisition, en raison des controverses qu'elle risque de susciter, ne retarde d'une façon inopportune l'adoption de la LBVM au niveau parlementaire. Enfin, d'autres milieux jugent qu'il serait préférable d'attendre la mise en application des directives des CE en la matière [proposition modifiée d'une treizième directive dans le domaine du droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition (COM(90)416)].

Les critiques émises à l'encontre du projet de loi ont porté essentiellement sur la trop forte restriction de la liberté d'action de la société visée, l'imprécision de la définition du destinataire de l'obligation de déclarer, ainsi que sur l'obligation de présenter une offre englobant tous les titres de participation cotés de la société visée. Ces dispositions dépasseraient largement les exigences d'«eurocompatibilité» de la LBVM. Il serait à craindre, par ailleurs, que certaines entreprises ne proposent plus leurs actions à la cotation en bourse. De plus, le code suisse des offres publiques d'acquisition de l'Association des bourses suisses, entré en vigueur le 1^{er} janvier 1989 dans le cadre de l'autorégulation, serait suffisant.

147 Autorité de surveillance

La majorité des milieux consultés s'est prononcée pour la désignation de la CFB en tant qu'autorité de surveillance. Un statut à plein temps des membres n'est pas considéré comme nécessaire. Ce qui est important, c'est qu'ils aient les compétences professionnelles nécessaires et que le secrétariat dispose de suffisamment de ressources financières et de personnel. En revanche, quelques cantons, le PSS ainsi que les représentants des «fondations de placement» et des associations d'employés estiment que l'extension des tâches conférées à l'autorité de surveillance rend inévitable le statut à plein temps pour les membres de la commission. L'Association suisse des gérants de fortune propose de transformer la CFB en une «autorité fédérale de surveillance des banques, des bourses et des marchés financiers», qui serait divisée en trois départements ayant chacun à sa tête un directeur exerçant un mandat à plein temps.

148 Coopération internationale

La nécessité de réglementer la coopération internationale entre autorités de surveillance a été reconnue pratiquement par tous les milieux consultés. Nombreux sont cependant ceux, surtout dans les milieux bancaire et boursier, qui craignent que l'on porte atteinte au secret bancaire et que l'on affaiblisse ainsi la place financière suisse. Ils demandent donc que la LBVM prévoie des réserves concernant le secret bancaire et le secret de fonction.

La CFB est d'avis que l'application de la loi fédérale sur la procédure administrative serait d'une lourdeur excessive lorsqu'il ne s'agit pas de transmettre des informations confidentielles relatives aux clients. En ce qui concerne les informations relatives aux bourses et aux négociants, il y a lieu de recourir à une procédure plus simple. Différents milieux consultés demandent une distinction claire entre l'entraide judiciaire en matière pénale et l'entraide administrative. Pour autant que l'on puisse garantir que le pays qui reçoit les informations ne les utilise dans une procédure pénale que si l'autorité de surveillance suisse lui en donne l'autorisation en application des principes de la législation en matière d'entraide judiciaire, le secret de fonction et le principe de la spécialité devraient être appliqués d'une façon souple. Notons par ailleurs que différents milieux s'interrogent sur la conformité de la réglementation proposée aux normes européennes.

15 But et conception de la législation sur les bourses

151 Protection des investisseurs

Celui qui passe des ordres de bourse le fait en admettant que leur exécution par les négociants ou que la formation des cours à la bourse auront lieu conformément au principe de la bonne foi. L'investisseur doit donc être protégé contre des pratiques lui causant un préjudice. Il existe des risques de conflits d'intérêt entre les investisseurs et les négociants en valeurs mobilières, qui sont relativement élevés dans un système de banques universelles. Ces dernières exécutent les

ordres des clients en bourse et hors bourse, opèrent des transactions pour leur propre compte, sont représentées dans les conseils d'administration de sociétés cotées, accordent des crédits à ces entreprises et s'occupent de leurs émissions d'actions et d'obligations, administrent les portefeuilles de titres des clients et agissent en qualité de conseillers en placements. De plus, des conflits d'intérêt peuvent surgir lorsque les banques exercent une influence déterminante au sein des organes des bourses lors de l'établissement des règlements de cotation.

La LBVM est axée en premier lieu sur la protection d'intérêts individuels. Bien que la protection des investisseurs puisse être considérée comme le prolongement de la protection des créanciers, au sens de la législation relative à la surveillance des banques, la LBVM ne vise pas, contrairement à la loi sur les banques, à protéger les investisseurs contre les pertes financières que peut provoquer l'évolution des cours sur les marchés. L'investisseur n'est pas protégé comme porteur d'une créance, mais comme client du marché boursier, c'est-à-dire comme celui qui reçoit une prestation de service. Chaque transaction portant sur des titres implique un certain risque, qui dépend de la volatilité du cours et qui est inhérent à chaque forme de placement. Dans un marché efficient, ce risque lié au cours échappe à l'influence du négociant. Il existe, en revanche, un besoin de protection contre les avantages excessifs des négociants, des émetteurs ou d'autres investisseurs (débits d'initiés, manipulation de cours). Le but de cette protection est de créer des conditions propres à assurer la confiance des investisseurs, au sens le plus large du terme, dans l'intégrité des marchés des valeurs mobilières. Protéger l'investisseur consiste à préserver la confiance (individuelle). Cette protection ne se limite pas aux intérêts de celui qui a déjà fait un placement, mais s'étend également aux intérêts de l'investisseur potentiel.

La déréglementation et l'internationalisation des marchés incitent les intermédiaires à effectuer leurs transactions sur les marchés qui leur offrent le plus de profits. Dans ce contexte, la protection des investisseurs nécessite une coopération et une harmonisation de la surveillance des bourses sur le plan international. Cet objectif ne peut être atteint que si l'on remplace le régime actuel par une loi fédérale. La protection des investisseurs ne s'arrête pas aux frontières cantonales ou nationales.

152 Garantie du fonctionnement des marchés

En assurant une coordination entre l'épargne et l'investissement, les marchés exercent un rôle économique important. Ils orientent le capital là où il procure le plus grand rendement. A l'avenir, le rôle des bourses dans ce processus devrait gagner en importance. Pour que les marchés financiers puissent remplir cette fonction avec efficacité, il est nécessaire que leur fonctionnement soit garanti d'une façon adéquate.

La garantie du fonctionnement des marchés est une des conditions visant à assurer la confiance (collective). Son but est de préserver la confiance du public et des intermédiaires dans le bon fonctionnement des marchés. Cette confiance doit être assurée au regard de la bonne foi qui prévaut en affaires. A la différence de la protection des investisseurs, la garantie du fonctionnement des marchés concerne

plutôt les intérêts collectifs. Les bourses doivent donner la garantie d'un déroulement régulier des transactions et d'une formation des cours efficiente. Il faut donc que les marchés offrent une transparence et une liquidité suffisantes et que les systèmes de négoce et d'exécution présentent un minimum de fiabilité et de résistance pour absorber un certain volume d'opérations.

La globalisation des marchés résultant de l'automatisation et de l'informatisation réclame, pour un fonctionnement efficace des marchés, une législation nationale en harmonie avec les standards internationaux. Les chocs enregistrés sur certaines places financières se répercutent rapidement sur les autres en raison de l'interconnexion mondiale des marchés financiers. Une loi fédérale, instituant un régime uniforme pour toute la place financière, est aussi de nature à faciliter l'introduction de nouveaux systèmes boursiers.

153 Réglementation cadre et autorégulation

La LBVM est conçue comme une réglementation cadre en ce sens qu'elle fixe seulement les principes, en laissant une large place à l'autorégulation. Du point de vue juridique, ce domaine relève de la surveillance des activités économiques. Le but premier de la loi est de protéger des intérêts ressortissant à la police économique (protection du patrimoine). A cela s'ajoute un but de protection du fonctionnement des marchés (fonctionnement correct des bourses et du marché des capitaux). Ces buts déterminent le caractère de la LBVM. Les bourses ont pour tâche de mettre en œuvre, sur le plan interne et d'une manière largement autonome, les mesures propres à assurer la protection des intérêts visés par la loi.

L'Etat n'intervient que dans la mesure où le secteur privé n'est pas capable d'assurer la protection des intérêts de la communauté. Par ailleurs, la LBVM respecte au mieux le principe de la proportionnalité qu'il y a lieu d'observer en cas de restrictions affectant les droits fondamentaux. La liberté du commerce et de l'industrie des bourses et des négociants n'est limitée que dans la mesure où cela s'avère indispensable pour la protection des membres des bourses et des clients des négociants. La nécessité d'établir une surveillance est à considérer comme un correctif de l'autorégulation. La surveillance doit assurer que l'autorégulation permet d'atteindre les buts fixés par la LBVM.

Ainsi, la souplesse nécessaire est garantie pour pouvoir réagir rapidement aux développements institutionnel et technique survenant sur les marchés financiers internationaux. Vu les changements qui caractérisent les marchés financiers, une LBVM contenant une réglementation détaillée basée sur la situation prévalant au moment de son élaboration serait dépassée à brève échéance, voire déjà lors de la procédure parlementaire. La réglementation cadre proposée et les dispositions d'exécution qui seront édictées par voie d'ordonnance sont de nature à garantir la souplesse et la sécurité du droit nécessaires.

Cette conception de la LBVM (réglementation cadre) implique que le Conseil fédéral soit habilité à régler certaines questions par voie d'ordonnance afin que la protection des investisseurs ne reste pas lettre morte. On trouvera au chiffre 62 les compétences à déléguer au Conseil fédéral.

16 Aspects fondamentaux de la législation

161 Exclusion du marché primaire

Les nouvelles valeurs mobilières sont émises sur le marché primaire. Il englobe l'émission et la mise en circulation de valeurs fongibles, qui sont offertes aux investisseurs de manière simultanée et aux mêmes conditions. Sur le marché des émissions, en tant qu'acheteur d'une créance, l'investisseur doit être protégé selon les règles de la bonne foi comme il l'est à la bourse au titre d'acheteur d'une prestation de service. Le marché primaire constitue donc une base adéquate pour des mesures de protection de l'investisseur. Une certaine cohérence devrait être atteinte entre les prescriptions qui réglementent les émissions et celles qui s'appliquent à l'admission des valeurs mobilières à la bourse.

Il est certes relativement difficile de poser une limite claire entre le marché primaire et le marché secondaire où les valeurs mobilières sont traitées. Le marché secondaire comprend le commerce en bourse, avant-bourse (marché inofficiel) et hors-bourse. En particulier, il est difficile de savoir s'il faut ranger le «marché gris» dans le marché primaire ou secondaire. En partant de l'hypothèse que le marché primaire est un marché axé sur des variations de volume (pour un prix d'émission donné) et que le marché secondaire est un marché axé sur des variations de prix (pour un volume donné), le marché gris fait alors partie du marché secondaire et entre par conséquent dans le champ d'application de la LBVM.

Le CO régleme la obligation de publier un prospectus ainsi que la responsabilité de ses auteurs (art. 652a, 752 et 1156 CO). Ces dispositions se limitent à des exigences minimales en ce qui concerne le contenu du prospectus et la responsabilité de ceux qui ont contribué à sa publication. Elles laissent à désirer quant à la clarté du bilan, à la situation réelle et aux perspectives de l'émetteur, au détriment des investisseurs qui pâtissent d'un manque d'informations. Comparées à la législation des principaux Etats étrangers, les normes suisses ne sont pas aussi étendues. De plus, le CO n'exerce ses effets de protection qu'une fois le préjudice causé. Plus encore, ses dispositions ne s'appliquent que partiellement ou pas du tout aux emprunts émis en Suisse par des sociétés étrangères. L'autorité de surveillance pourra cependant, par le biais des règlements sur l'admission de valeurs mobilières à la bourse, exiger un prospectus plus détaillé que ce requiert le CO pour les titres cotés.

Le marché primaire n'est pas totalement réglementé dans les CE. En revanche, celles-ci ont émis des directives qui régissent ce marché:

- La directive 79/279/CEE (y compris la modification 88/627) fixe de manière détaillée les conditions minimales d'admission des papiers-valeurs à la cote officielle. Elle contient des prescriptions sur les attributions des autorités de surveillance compétentes, sur la capitalisation minimale des titres cotés et sur les obligations que les émetteurs doivent respecter en matière d'information.
- La directive 80/390/CEE (y compris les modifications 87/345, 90/211 et la proposition de modification COM (92)566 règle les conditions de contrôle et de diffusion des prospectus à publier pour les émissions de titres émanant de sociétés cotées en bourse. La directive 89/298/CEE règle la publication des informations indispensables à donner aux investisseurs lorsque des valeurs

mobilières sont offertes pour la première fois au public, en bourse ou hors bourse. Ces directives fixent les règles à observer quant à la publication d'informations sur les caractéristiques des valeurs mobilières offertes, sur la situation financière et les activités passées et futures des émetteurs. Ces directives prévoient également la conclusion d'accords avec des pays tiers en vue de la reconnaissance réciproque des prospectus.

- La directive 82/121/CEE prescrit aux sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle de publier régulièrement des rapports semestriels afin que les investisseurs puissent apprécier la situation financière et l'évolution générale des activités de ces sociétés.
- La proposition de la Commission d'édicter une directive concernant les services d'investissement (COM(89)629), qui se base sur le principe du contrôle par le pays d'origine et de la reconnaissance mutuelle des décisions d'admission et des systèmes de contrôle, prévoit des normes relatives à la liberté d'établissement, aux fonds propres, aux exigences à remplir par les dirigeants et à l'obligation de renseigner.

Les trois directives précitées 79/279/CEE, 80/390/CEE et 82/121/CEE figurent dans l'Accord sur l'EEE. Celui-ci ayant toutefois été rejeté par le peuple et les cantons le 6 décembre 1992, elles ne s'appliqueront pas à la Suisse.

Les dispositions suisses en vigueur ne satisfont aux prescriptions des CE, ni au regard de la cotation ou du prospectus, ni pour ce qui touche les informations à publier régulièrement. Différentes raisons plaident toutefois contre une réglementation excessive du marché primaire. Il faut considérer en particulier la concurrence que représente pour la place financière suisse l'euromarché qui est aujourd'hui encore régi par des normes très libérales. Les euromarchés sont des marchés internationaux monétaires et des capitaux sur lesquels des dépôts bancaires, des crédits bancaires et des papiers-valeurs sont placés, accordés et traités en devises en dehors du territoire de l'Etat en question. Ils ne sont soumis à aucune surveillance étatique.

En Suisse, l'investisseur est protégé partiellement, sur le marché primaire, par la surveillance des banques. Le champ d'application de l'ordonnance sur les banques a été étendu aux maisons d'émission depuis le 1^{er} janvier 1990. Cette disposition ne s'applique cependant pas aux sociétés qui n'émettent que des options et non des titres traditionnels du marché des capitaux. La définition des négociants citée à l'article 2, lettre c, LBVM, vise également les maisons d'émission, ce qui permet indirectement d'exercer une certaine influence sur le marché primaire (cf. à cet égard les chiffres 21 à 23 ci-dessous). Une clause contestée de l'ordonnance sur les banques peut ainsi être abrogée.

La convention XIX de l'Association suisse des banquiers, entrée en vigueur en 1987, prévoit l'obligation d'émettre un prospectus lors de l'émission de «notes» de débiteurs étrangers (reconnaisances de dettes). Selon le présent projet de la LBVM, les émetteurs peuvent être soumis lors de la cotation à des exigences minimales en matière de publicité qui vont au-delà de ce que prescrit le CO. Les bourses pourront obliger tant les sociétés désireuses d'être cotées en bourse (en fixant des conditions pour le prospectus de cotation) que celles qui sont déjà cotées (en fixant des conditions pour les prospectus d'émission) à publier des informations conformes aux exigences des marchés financiers.

On s'accorde à penser qu'il y aura lieu à moyen terme de réglementer plus étroitement le marché primaire. Il faudrait par exemple prévoir un contrôle direct exercé par l'autorité de surveillance sur les produits pouvant faire l'objet d'une émission, à l'instar du SEC aux Etats-Unis qui vérifie le contenu des prospectus. Ceux-ci doivent être complets du point de vue informatif et qualitatif afin que les investisseurs puissent se prononcer en connaissance de cause («full disclosure of all material facts»).

Sur le plan de la systématique du droit, il n'est pas indiqué de réglementer l'obligation d'émettre un prospectus et la responsabilité de ses auteurs par la LBVM car ces domaines tombent déjà sous le coup du CO. Pour les raisons que nous avons exposées ci-dessus, la LBVM ne s'appliquera pas au marché primaire. Si un renforcement des dispositions en la matière devait s'imposer ultérieurement, par exemple pour des motifs de conformité avec les CE, il y aurait lieu dans ce cas de réviser le CO ou d'édicter une disposition spéciale.

162 Conditions d'admission

Les conditions d'admission des bourses, des membres des bourses et des valeurs mobilières doivent être fixées d'après des critères universellement reconnus, objectifs et identiques pour tous les requérants. Il ne s'agit de rien d'autre que d'appliquer le principe de l'égalité de traitement. La LBVM ne crée aucun monopole ni aucune chasse gardée, mais elle permet la concurrence entre les bourses, les négociants et les émetteurs.

Selon l'article 3 de la LBVM, une bourse ne peut être exploitée en Suisse qu'avec l'autorisation de l'autorité de surveillance (cf. à ce sujet le chiffre 221 ci-après). L'admission de bourses étrangères opérant en Suisse, sans pour autant y avoir leur siège ou leurs installations, comme les bourses électroniques, est réglée par le Conseil fédéral par voie d'ordonnance. Dans ce cas, il faudra examiner dans quelle mesure la bourse est soumise à une surveillance adéquate dans son pays d'origine. Pour des raisons relevant de la neutralité en matière de concurrence, la possibilité de réglementer l'activité de ces bourses, sous certaines conditions minimales, est très importante. Celui qui remplit les conditions en matière d'organisation et de personnel peut exploiter une bourse, en bénéficiant de la garantie d'un accès ouvert au marché et de l'égalité de traitement. L'autorisation pourra être refusée aux bourses sous domination étrangère dont le pays d'origine n'accorde pas aux bourses suisses l'accès effectif à leur marché. La concurrence et la capacité d'innovation des bourses seront décisives pour leur avenir économique.

Les conditions d'admission applicables aux membres des bourses relèvent dans une large mesure de l'autorégulation (cf. ci-après le chiffre 225). Les bourses fixent les conditions d'admission des membres dans un règlement qui doit être approuvé par l'autorité de surveillance. La LBVM ne renferme que des exigences minimales, comme le respect du principe de l'égalité de traitement et la condition que seuls des négociants sont admis à la bourse. Cette réglementation garantit un accès au marché sans discrimination et permet en même temps aux bourses de s'adapter au gré des changements. Les négociants qui remplissent les conditions

d'admission ont droit à être admis au titre de l'égalité de traitement. La liberté d'accès à la bourse peut cependant être limitée par des restrictions objectives – capacités limitées – découlant du négoce lui-même. Une affiliation ne peut devenir effective que si le requérant remplit les conditions requises (comme par exemple l'obligation de traiter en bourse). Une bourse pourra créer différentes catégories de négociants pour des segments de bourse identiques ou différents (p. ex. market-maker ou broker-dealer). Les bourses statueront par voie de décision sur les admissions et les exclusions de membres. Leurs décisions pourront être déférées auprès de l'autorité de surveillance. Cette procédure s'inscrit dans le système de l'autorégulation fondé sur la haute surveillance de l'Etat.

Les conditions d'admission des valeurs mobilières (des règlements de cotation) relèvent aussi de la compétence des bourses (cf. ci-après le point 226). Celles-ci édictent un règlement qui doit être approuvé par l'autorité de surveillance. Il s'agit d'un aspect essentiel de l'autorégulation. On part de l'idée que ces règlements de cotation seront élaborés en étroite collaboration avec les sociétés cotées et les représentants des investisseurs. La LBVM pose deux exigences minimales à l'article 8: ces règlements doivent contenir d'une part des prescriptions relatives à la négociabilité des valeurs mobilières et au devoir d'information des émetteurs et tenir compte d'autre part des standards internationaux reconnus. Le respect de ces standards pourrait créer certaines difficultés aux petites et moyennes entreprises. Afin de ne pas empêcher ces dernières d'avoir accès au marché et ne pas entraver leurs possibilités de financement, les bourses pourront former différents segments, soumis à des exigences de cotation plus ou moins rigoureuses. Notons cependant que les sociétés qui veulent bénéficier de l'avantage de se procurer des ressources sur le marché des capitaux doivent être tenues de satisfaire à de plus hautes exigences de publicité envers le public. Une segmentation de la bourse est en outre prévue dans le cadre de la réglementation des offres publiques d'acquisition. Les entreprises qui se soumettront aux dispositions de la LBVM concernant les offres publiques d'acquisition pourront faire coter leurs titres de participation dans un segment autre que ceux qui ne sont pas visés par ces dispositions.

Les règlements de cotation doivent contribuer à garantir la transparence des titres traités. Les informations demandées pour l'admission à la cote et pendant la cotation doivent permettre à l'investisseur de porter un jugement éclairé sur les caractéristiques des valeurs mobilières et sur la qualité de l'émetteur. En outre, il doit pouvoir s'informer sur le volume des valeurs mobilières négociées (liquidité) et se renseigner sur les critères de base de la négociabilité (nombre et structure des titres de participation émis, pratique adoptée par la société en ce qui concerne l'inscription des actions nominatives). L'introduction éventuelle d'un rating reste également du domaine de l'autorégulation.

La bourse veille au respect du règlement de cotation et elle l'applique. Lorsque les conditions du règlement sont remplies, la bourse doit admettre une valeur mobilière à la cotation, dans le segment correspondant.

Pour accroître la transparence en ce qui concerne les conditions de propriété des entreprises cotées à la bourse, la publicité des participations importantes est indispensable. Au sein des CE, la publicité des participations importantes est réglée par une directive spéciale (88/627/CEE), qui est entrée en vigueur le 12 décembre 1988. Tant les investisseurs que les sociétés tirent profit d'une meilleure transparence.

La composition de l'actionnariat et la modification des participations déterminantes sont déterminantes pour les décisions de placement des investisseurs et ont une influence sur l'évolution des cours. En améliorant la transparence, on réduit les risques d'opérations d'initiés. De son côté, la société acquiert une meilleure connaissance de la structure de son actionnariat et des rapports de force en présence car elle connaît non seulement l'identité des titulaires d'actions nominatives, mais aussi celle des principaux actionnaires détenant des actions au porteur. En même temps, la transmission de ces informations au public garantit que les sociétés ne seront pas privilégiées par ces informations. L'obligation de déclarer est étroitement liée au domaine des offres publiques d'acquisition. L'acquisition ou la vente secrète de participations importantes en bourse sont rendues impossibles. En vertu de cette obligation, celui qui désire prendre le contrôle d'une société n'aura pratiquement plus d'autre choix – à part l'achat de lots d'actions par le canal privé – que de lancer une offre publique d'acquisition.

L'obligation de déclarer nécessite une base légale car son respect ne peut être garanti qu'au moyen de sanctions. Le champ d'application sera limité aux sociétés suisses dont les titres de participation sont traités en bourse. En inscrivant l'obligation de déclarer dans la LBVM, on se ménage la possibilité d'édicter des dispositions de droit administratif (surveillance, sanctions pénales), une simple base de droit civil ne suffisant pas à cette fin.

L'obligation de déclarer prend effet lorsque l'actionnaire atteint, dépasse ou tombe au-dessous des seuils de participation. Les seuils limites ont été fixés à 5, 10, 25, 33⅓, 50 et 75 pour cent des droits de vote, ce qui va au-delà des exigences minimales de la directive des CE (seuil initial: 10%). Un seuil initial de 5 pour cent se justifie pour différentes raisons. Le seuil des 10 pour cent des droits de vote représente en terme de capital un niveau très élevé pour une société multinationale. Dans le droit de la société anonyme révisé, les sociétés doivent publier toutes les participations à leur capital dont elles ont connaissance pour autant qu'elles dépassent 5 pour cent des droits de vote. La tendance actuelle va également dans cette direction dans les pays importants (p. ex. au Royaume-Uni qui a fixé le seuil initial à 3%).

L'obligation de déclarer des participations importantes n'atteint son but que si elle met en lumière les rapports de force en présence. C'est pourquoi les actions au porteur doivent être incluses dans la réglementation et tous les droits de vote contrôlés directement, indirectement ou de concert avec des tiers doivent être pris en considération dans le calcul de la participation. Les groupes formés d'une façon durable sur une base contractuelle ou d'une autre manière ou qui sont liés par d'autres relations durables en ayant une direction commune (lien entre la

société mère et sa filiale ou au sein de la famille) ne doivent faire qu'une déclaration pour l'ensemble du groupe. Les autres détenteurs d'actions ont un intérêt évident à identifier les actionnaires faisant partie d'un groupe. En revanche, les transferts de titres au sein d'un groupe n'exigeront aucune déclaration.

164 Réglementation des offres publiques d'acquisition (cf. le ch. 25 ci-après)

Au regard de l'égalité de traitement des actionnaires et en particulier de la protection des actionnaires minoritaires, il est primordial de réglementer les offres publiques d'acquisition dans le cadre de la LBVM. Il appert que le Code suisse des offres publiques d'achat de l'Association des bourses suisses ne répond pas à toutes les situations et notamment à l'exigence légitime visant à davantage de transparence dans ce domaine. Il n'a pas suffi non plus à empêcher que les actionnaires minoritaires ne subissent un préjudice (pour avoir été privés de l'augmentation du cours des titres) lors de certaines prises de contrôle.

Si cette matière n'est pas réglée par la LBVM, il est à craindre qu'une réglementation dans ce domaine ne soit renvoyée aux calendes grecques. Dans les CE, un projet de directive sur ce sujet a été présenté le 14 septembre 1990 (proposition modifiée d'une treizième directive du Conseil en matière de droit de société concernant les offres publiques d'achat (COM(90)416). Lors de la procédure de consultation portant sur le projet de la LBVM, les milieux directement concernés (sociétés industrielles et sociétés holding) se sont prononcés nettement en faveur d'une réglementation des offres publiques d'acquisition au travers de la LBVM. La réglementation prévue a pour but de créer dans ce domaine des conditions de transparence et de loyauté. Il importe en premier lieu que les actionnaires de la société visée puissent se déterminer en toute connaissance de cause. En matière d'offres publiques d'acquisition, les règles essentielles de la loyauté, en particulier le principe de l'égalité de traitement, doivent être respectées. La société visée doit aussi être soumise à certaines règles, notamment pour tenir compte des conflits d'intérêt susceptibles de diviser les organes dirigeants. Des règles de transparence plus strictes sur le marché des actions visées doivent prévenir le risque de manipulation du marché, qui est particulièrement élevé lors de ce genre d'opérations.

Afin de protéger les actionnaires minoritaires qui ne désirent pas rester dans la société dominée par un nouveau groupe, la LBVM (art. 30) prescrit que l'actionnaire qui acquiert le contrôle économique d'une société offrira de racheter tous les titres traités en bourse de cette société. En outre, les sociétés visées sont soumises à certains devoirs et leur possibilité de prendre des mesures de défense contre une offre publique d'acquisition inamicale est limitée. Les règles fixées par la LBVM correspondent largement à celles du «city code» anglais. La LBVM ne donne que les principes essentiels afin que la réglementation puisse être adaptée relativement vite aux nouvelles réalités et à l'évolution du contexte international. Les détails seront réglés par une ordonnance du Conseil fédéral. Celui-ci n'aura pas seulement la compétence d'édicter des dispositions d'exécution, mais égale-

ment des dispositions additionnelles. Il pourra conjointement déléguer à l'autorité de surveillance la compétence de prévoir des dérogations à l'ordonnance dans des cas particuliers.

Une motion de la Commission du Conseil national du 14 septembre 1989 (83.015) demandait une législation sur les bourses et les offres publiques d'achat empêchant les reprises indésirables et prévoyant des prises de contrôle dans les formes tout en assurant la protection des actionnaires minoritaires.

Des exceptions doivent cependant être prévues pour les cas particuliers que représentent les sociétés familiales, très répandues en Suisse. Il n'est pas indiqué en effet d'exiger qu'une offre d'achat portant sur toutes les actions cotées de la société en bourse soit présentée lorsqu'un transfert intervient au sein d'une famille ou d'un groupe organisé de longue date sur une base contractuelle ou sous une autre forme. L'autorité de surveillance pourra exempter de l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition les transferts de droits de vote au sein d'un groupe, ce qui permettra de tenir compte des particularités des sociétés familiales. Les membres des groupes formant une entité durable ne seront soumis à cette obligation que collectivement. La soumission des sociétés cotées à la bourse aux dispositions concernant les offres publiques d'acquisition sera facultative. Mais en même temps, différents segments seront créés au sein de la bourse. Pour chaque entreprise, la répartition des titres de participation dans les segments se fera en fonction des règles concernant les offres publiques d'acquisition. Les sociétés qui se soumettront aux dispositions de la LBVM concernant les offres publiques d'acquisition seront cotées dans un autre segment (p. ex. catégorie A) que les sociétés non visées par ces dispositions (p. ex. catégorie B). Les sociétés pourront ainsi choisir librement le segment dans lequel leurs titres de participation seront traités. Pour l'investisseur, la transparence se caractérise par le fait de savoir, lors de l'achat d'actions de la catégorie B, que des transferts importants de titres peuvent avoir lieu sans qu'une offre publique d'acquisition ne soit requise.

165 Choix de l'autorité de surveillance (cf. le ch. 26 ci-après)

Selon la conception de base de la LBVM, les bourses doivent pouvoir se développer et s'adapter aux nouvelles exigences posées par les marchés sans être gênées par des contraintes juridiques trop strictes. La LBVM se limite à poser un cadre pour l'activité des bourses, dans les limites duquel l'autorégulation doit prendre place. Cela ne signifie toutefois pas que l'on doive renoncer à une surveillance de l'Etat, mais plutôt que l'on répartit de manière appropriée les tâches entre la haute surveillance exercée par l'Etat et l'autorégulation privée se basant sur des obligations fixées par la loi. En revanche, les négociants sont soumis à la surveillance directe de l'Etat, sans autorégulation. Compte tenu du fait que les principaux négociants professionnels possèdent le statut bancaire, ils sont soumis à la surveillance de la CFB. Dans ce domaine, on ne s'écartera donc pas d'un système de surveillance qui a fait ses preuves.

La surveillance des bourses se distingue nettement dans sa manière et dans sa fréquence de celle qui s'applique aux banques. La surveillance d'un marché est

fondamentalement différente de la surveillance qui s'exerce individuellement sur des institutions bancaires. Il est essentiel que l'activité des bourses soit surveillée en permanence et qu'au besoin on puisse intervenir immédiatement. Mais la mise en place d'un commissaire de bourse agissant sur place comme le bras droit de l'autorité de surveillance serait en contradiction avec le système de l'autorégulation. L'autorité de surveillance doit conserver une certaine distance afin de contrôler l'efficacité de l'autorégulation et le bon fonctionnement des organes qui l'appliquent, sans assumer elle-même la responsabilité directe de la réglementation de la bourse. Cette conception de la surveillance implique que les organes d'autorégulation des bourses emploient des spécialistes qualifiés, présents à plein temps sur les marchés et ayant la capacité d'évaluer correctement des situations extraordinaires et de prendre les décisions ou les mesures appropriées. L'autorégulation devra ainsi répondre à de hautes exigences.

L'autorité fédérale de surveillance devra contrôler l'autorégulation des bourses, veiller au respect de l'obligation de déclarer concernant la publicité des participations et surveiller les offres publiques d'acquisition; elle sera en outre compétente en ce qui concerne la coopération internationale entre les autorités de surveillance des bourses. La plupart des bourses étrangères sont soumises à une commission de surveillance nommée à cet effet. C'est ainsi qu'à l'échelon international, les autorités de surveillance des banques travaillent dans le cadre du Comité de Bâle, alors que les autorités de surveillance des bourses collaborent au sein de l'IOSCO (International Organization of Securities Commissions). Notons cependant que dans les pays européens qui ont institué une commission des bourses indépendante, c'est la banque centrale qui est responsable de la surveillance des banques. Les banques et les marchés financiers sont donc surveillés par deux autorités distinctes. Si une nouvelle autorité devait être créée pour la surveillance des bourses suisses, les personnes et sociétés visées par cette surveillance se retrouveraient face à trois autorités administratives (la CFB, une commission fédérale des bourses et la BNS). En outre, il convient de relever que dans les pays européens en question, la fonction essentielle de la Commission des bourses ne consiste pas à surveiller les marchés, mais les participants au marché (Grande-Bretagne) ou le marché primaire (France).

En ce qui concerne la Suisse, qui connaît un réel système de banque universelle, il semble raisonnable et souhaitable, compte tenu des effets synergiques potentiels, de confier la surveillance des bourses à l'autorité de surveillance des banques. La CFB deviendra alors la «Commission fédérale des banques et des bourses» (CFBB) et sera divisée en deux chambres. La chambre des banques se verrait, par exemple, confier la surveillance des banques et des fonds de placement, exercée jusqu'ici par la CFB, ainsi que la surveillance des négociants. La chambre des bourses exercerait la surveillance des bourses, de la publicité des participations importantes dans les sociétés cotées et des offres publiques d'acquisition. Compte tenu des tâches qui lui incomberaient, elle devrait pouvoir intervenir rapidement. Il est donc prévu dans le règlement de la CFBB que le président exerce ses fonctions à plein temps et qu'il soit habilité, ainsi que le directeur du secrétariat, à intervenir, en cas d'urgence, par voie de décision présidentielle et à édicter les décisions qui s'imposent. Les cas d'urgence peuvent prendre la forme d'une violation de la LBVM et des règlements applicables aux bourses et aux négociants,

de manipulations de cours ou de délits d'initiés ou d'autres abus dans le domaine des offres publiques d'acquisition. En outre, le retrait de l'autorisation dans les cas extraordinaires ou la communication de renseignements à des autorités de surveillance étrangères peuvent justifier des mesures immédiates.

Les membres de la commission doivent être experts en la matière. Ils ne doivent pas être président, vice-président, délégués, ni membres du comité du conseil d'administration, ni membres de la direction d'une banque, d'une direction de fonds de placement, d'une bourse, d'un négociant ou d'un réviseur agréé. Les deux chambres devront collaborer étroitement et se réunir notamment pour débattre des questions importantes ou communes, ce qui devrait créer des effets de synergie notables. Le surcroît de tâches auquel la Commission devra faire face nécessitera une augmentation du nombre de ses membres jusqu'à onze au maximum. La CFBB définira la répartition des commissaires entre les deux chambres dans un règlement qui sera soumis à l'agrément du Conseil fédéral.

La Commission pourra s'appuyer sur un secrétariat permanent et efficace dont les membres travailleront à plein temps. Une dizaine de personnes devront être engagées pour répondre à l'extension des activités du secrétariat.

166 Réglementation de l'entraide internationale (cf. le ch. 272 ci-après)

Les barrières entravant les transactions internationales dans le domaine des services financiers sont en train de disparaître. La création du marché intérieur dans les CE amènera aussi une complète libéralisation du trafic des capitaux et des services. Un nombre croissant de négociants exercent leurs activités au-delà des frontières et ont des bureaux dans plus d'un pays. Ce développement augmente la compétitivité des marchés et contribue à niveler les différences de réglementation entre ceux-ci. Mais la globalisation des activités des négociants implique une collaboration accrue entre les autorités de surveillance et l'échange d'informations nécessaire à cette surveillance. La deuxième directive bancaire des CE du 15 décembre 1989 et la proposition modifiée de la commission des CE du 8 février 1990 pour l'élaboration d'une directive sur les services financiers (COM (89)629) prévoient expressément la possibilité d'un échange d'information entre les autorités responsables de la surveillance des banques et celles qui sont compétentes pour la surveillance des bourses. Une coopération plus étroite entre les autorités de surveillance est également de nature à éviter les conflits qui peuvent exister entre les obligations de déclarer en vigueur dans les pays étrangers et les dispositions nationales relatives à la protection du secret.

L'échange d'informations non accessibles au public peut porter sur des données statistiques, sur la solvabilité des négociants exerçant sur le plan international ou sur des bourses. Mais d'autres genres de renseignements peuvent être échangés comme ceux qui touchent la réputation et les capacités des dirigeants ou l'évaluation de l'efficacité des procédures internes de communication et de contrôle. En outre, il pourrait aussi s'agir d'informations concernant les clients des négociants, par exemple dans le domaine de la publicité des participations dans les sociétés cotées ou d'informations servant à réprimer les délits d'initiés ou les

manipulations de cours. Enfin, dans l'optique de la protection des investisseurs, il existe un besoin d'information évident au sujet des négociants qui opèrent sur le plan international sans les autorisations nécessaires.

Hormis l'entraide judiciaire en matière pénale, le droit suisse ne réglemente la coopération et l'entraide administrative entre autorités de surveillance que de façon marginale. Il ne régit que l'échange d'informations disponibles sans mesures contraignantes. Les secrets protégés légalement (secrets bancaire et professionnel) ne peuvent être levés que par le biais de l'entraide judiciaire internationale. Cette situation a créé des problèmes au niveau de la surveillance des marchés financiers. Les autorités suisses en effet ne peuvent transmettre des informations obtenues par des mesures coercitives que si la procédure d'enquête engagée par l'autorité de surveillance étrangère implique l'ouverture d'une procédure pénale. Seule une petite fraction des procédures administratives étrangères répondent à cette condition. D'où la nécessité d'élargir les compétences de l'autorité de surveillance suisse.

Savoir dans quelle mesure le secret de fonction s'oppose à la transmission d'informations non publiques à des autorités étrangères est une question délicate. Les autorités suisses pratiquent déjà un échange limité d'informations avec des offices étrangers. Il est nécessaire d'élaborer une réglementation claire sur l'admissibilité et les limites de la coopération avec des autorités étrangères. Pour assurer une entraide efficace sur le plan international, il importe de doter les autorités de surveillance des compétences nécessaires leur permettant de demander les informations voulues. En d'autres termes, il faut que la CFBB soit dotée des mêmes compétences que les autorités de surveillance étrangères (p. ex. SEC, SIB, COB). Une autorité de surveillance investie des compétences qui s'imposent interviendra sans conteste dans l'intérêt de ceux qui sont soumis à sa surveillance car cette solution permet d'éviter l'ouverture d'un trop grand nombre de procédures pénales.

L'échange d'informations avec les autorités de surveillance étrangères doit être soumis à des conditions précises impliquant le respect des principes de la confidentialité, de la spécialité et de la proportionnalité. De plus, l'entraide judiciaire en matière pénale sera réservée.

Lorsque les informations concernent des particuliers, l'échange se fait par le canal de la procédure administrative. Ces informations sont frappées du secret professionnel ou du secret bancaire. La décision autorisant la remise d'informations pourra être attaquée. Les informations ne pourront être livrées sans le consentement des intéressés, que sous la forme d'une décision notifiée par écrit et susceptible d'être déférée par un recours de droit administratif au Tribunal fédéral. On pourra certes renoncer à entendre préalablement les intéressés et décréter une exécution immédiate de la décision. Mais cette procédure ne pourra se justifier que dans des cas exceptionnels qui menaceraient sérieusement la protection des investisseurs ou la garantie du fonctionnement du marché. La protection juridique des intéressés sera assurée de la sorte sans que le secret bancaire en soit affecté dans une trop large mesure.

Pour que les autorités de surveillance puissent collaborer de manière efficace notamment dans le domaine de la lutte contre les délits d'initiés, les manipula-

tions de cours ou le blanchissage d'argent sale, il convient de se donner les moyens d'échanger les informations rapidement. En effet, tout laisse à penser que l'autorité suisse de surveillance sera soumise à une certaine pression de la part des autorités étrangères pour que les informations soient livrées dans les meilleurs délais. La procédure administrative applicable à la transmission d'informations relatives à des clients pourra être menée à terme rapidement si l'on supprime par exemple l'effet suspensif lié aux recours ou en réduisant le délai de recours.

En ce qui concerne les procédures pénales ouvertes à la suite de délits commis dans le cadre de transactions boursières, il importe d'avoir accès aux informations clé permettant de reconstituer le déroulement des transactions. Les obligations de déclarer et de tenir un journal au sens des articles 5, 15 et 33 de la LBVM sont censées précisément garantir l'échange d'informations après le déroulement de la procédure administrative. Le Conseil fédéral fixera, par voie d'ordonnance, la période pendant laquelle les informations importantes doivent être conservées, de sorte qu'elles soient encore disponibles même si les moyens de recours devaient être utilisés dans le cadre de la procédure administrative. Le secret bancaire défini au sens de la loi sur les banques sera ainsi sauvegardé sans que la lutte contre les infractions en souffre.

Pour accroître l'efficacité sur le plan de la surveillance, la Suisse pourra conclure des traités réglant l'entraide avec les pays dont la coopération est capitale pour la Suisse en la matière et qui connaissent déjà une surveillance bien organisée et développée. Ces traités créeront une zone de coopération permettant d'exercer une surveillance efficace et non bureaucratique au-delà des frontières. Cette entraide devrait être conclue en premier lieu avec les centres financiers les plus importants.

2 Partie spéciale

21 Dispositions générales

211 But (article premier)

La LBVM vise deux buts prioritaires qui résultent du principe de la bonne foi en affaires: la protection des investisseurs et la garantie du fonctionnement des marchés. Le but de la protection des investisseurs signifie en premier lieu la protection d'intérêts individuels contre les risques de préjudices qui pourraient être causés par des négociants, des émetteurs et d'autres investisseurs alors que la garantie du fonctionnement des marchés couvre plutôt des intérêts collectifs. Il importe que les marchés des capitaux fonctionnent correctement pour qu'ils puissent remplir avec le maximum d'efficacité leur rôle économique en assurant l'allocation optimale des ressources.

Encourager et assurer la transparence sont les moyens essentiels permettant d'atteindre ces buts. Il n'est possible d'instaurer la confiance et une surveillance efficace que si les transactions sur les marchés financiers se déroulent dans la plus grande transparence. Celle-ci est la clé de la sécurité, de la loyauté et du bon fonctionnement des bourses. Les différents intervenants sur les marchés finan-

ciers, qu'il s'agisse des négociants, des émetteurs ou des investisseurs, doivent disposer d'informations pour ne pas devoir prendre des décisions d'achat ou de vente au gré du hasard. Une information suffisante des participants au marché et une organisation transparente de ces marchés renforcent la protection des investisseurs, augmentent la confiance dans les marchés et contribuent à assurer leur bon fonctionnement.

212 Définitions

(art. 2)

212.1 Valeurs mobilières

(art. 2, let. a)

La LBVM réglemente aussi bien la surveillance des bourses que celle des intermédiaires professionnels. La définition des instruments financiers traités en bourse est destinée à garantir la cohérence de la surveillance des marchés et des intervenants et à délimiter concrètement le champ d'application de la LBVM pour l'exercice de la surveillance des bourses et des négociants.

Concrètement, le champ d'application de la LBVM porte d'abord sur les papiers-valeurs fongibles, au sens du droit des obligations. Ceux-ci comprennent notamment les papiers-valeurs représentant des créances (obligations, reconnaissances de dettes) et des droits de participation (actions, bons de jouissance, bons de participation). En outre, ces papiers-valeurs recouvrent également les parts des fonds de placement suisses et de coopérative ainsi que des instruments dérivés.

Ces dernières années, on a constaté une tendance croissante à la dématérialisation des papiers-valeurs sur les marchés financiers nationaux et internationaux si bien que depuis quelque temps, certains titres de créance et de participation traités en bourse échappent à la définition de papiers-valeurs selon le droit des obligations. Afin de rationaliser le commerce des papiers-valeurs, on ne procède plus qu'à l'enregistrement comptable des droits de créance et de participation au lieu d'établir des titres physiques. La notion de droit-valeur que connaît la doctrine suisse depuis un certain temps déjà englobe toutes les formes connues à ce jour de dématérialisation des papiers-valeurs.

Dans les années quatre-vingt, des marchés portant sur des instruments financiers dérivés se sont développés en raison de la volatilité croissante des taux d'intérêt et de change. Un point commun de ces instruments réside dans le fait que les droits qu'ils incorporent (et qui sont ainsi négociables) se calculent selon le prix d'une autre valeur qui est négociée sur un marché officiel. Les instruments dérivés comprennent surtout les contrats d'option («traded options»). Ils donnent le droit, mais pas l'obligation, à leurs détenteurs d'acquérir ou d'aliéner ultérieurement des valeurs à un certain prix. Ces valeurs de base peuvent prendre la forme de droits de participation, de droits de créance, de simples intérêts, d'indices, de devises, de métaux précieux, de matières premières, etc.. Sont également considérés comme des instruments dérivés des contrats à terme standardisés («futures») qui, à l'échéance du contrat, donnent un droit sur la différence existant avec le cours de la valeur de base.

Les papiers-valeurs, les droits-valeurs et les instruments dérivés ne peuvent être considérés comme des valeurs mobilières au sens de la LBVM que s'ils sont susceptibles d'être négociés en grand nombre. Les instruments financiers doivent être fongibles pour être négociables. En règle générale, l'émission d'un petit nombre de titres ne justifie pas une protection des investisseurs.

La LBVM s'applique aussi bien aux papiers-valeurs et aux droits-valeurs qu'aux instruments financiers dérivés car les deux marchés sont étroitement liés. En revanche, en ce qui concerne les devises, les métaux précieux et les autres matières premières, seuls les instruments dérivés sont réglementés. Les contrats de base ne sont pas soumis à la loi.

212.2 Bourses

(art. 2, let. b)

Le développement extrêmement rapide des télécommunications et de la technologie informatique ainsi que les innovations sur le plan financier ont fortement influencé l'image de la bourse. L'automatisation s'est étendue à toutes les étapes du commerce des valeurs mobilières. Après l'informatisation des informations sur les cours, ce sont aussi les autres étapes du commerce des valeurs mobilières – échanges d'offres, conclusions et exécutions des contrats – qui sont progressivement informatisés.

Les lois réglementant les bourses des pays disposant des places financières les plus importantes n'offrent pas de définition suffisamment précise des bourses. La nécessité d'insérer dans la LBVM une définition légale de la bourse tient au fait que la liberté du commerce et de l'industrie est un pilier de notre constitution. Toute réglementation relevant de la police économique doit donc satisfaire à des exigences élevées quant au respect de la constitutionnalité (principe de la légalité et de la proportionnalité) et de la sécurité du droit. La LBVM ne régit que les marchés financiers exigeant une protection des investisseurs et du fonctionnement des marchés. Par souci de flexibilité, il convient de conférer au Conseil fédéral un certain pouvoir d'appréciation.

La définition de la bourse au sens de la LBVM s'appuie sur l'infrastructure technique servant au commerce des valeurs mobilières. L'infrastructure est apparente et on peut l'appréhender comme un état de fait. La définition de la bourse selon un critère fonctionnel tient aussi compte de l'automatisation et de la sectorisation des fonctions d'une bourse globale. Un marché organisé ne peut être considéré comme une bourse qu'à la condition qu'il présente des installations techniques permettant l'échange d'offres et la conclusion de contrats. Dans ce contexte, il n'est pas exigé que le système d'échange d'offres et de conclusion de contrats fasse partie d'une seule et même organisation. On peut également envisager que des systèmes proposés par deux organisations différentes se complètent pour former une bourse. En pareil cas, chacune des organisations peut être, en principe, soumise à la LBVM.

212.3 Négociants (art. 2, let. c)

Les négociants agissant à titre professionnel sont soumis à une surveillance fédérale, qu'ils soient admis à une bourse ou non. La surveillance des négociants revêt son importance propre et elle constitue, à côté de la surveillance des bourses, le deuxième volet de la LBVM, d'importance égale au premier. La définition englobe des courtiers individuels et des entreprises, indépendamment de la forme juridique adoptée pour leur activité.

L'activité de négociant comprend l'achat et la vente de valeurs mobilières effectuée à titre d'intermédiaire professionnel. Il ne s'agit pas de soumettre à la surveillance de l'Etat n'importe quel commerce de valeurs mobilières. Cette activité doit être exercée à titre professionnel. Est réputée professionnelle d'après l'ordonnance sur le registre du commerce toute activité économique indépendante exercée en vue d'un revenu régulier. Le commerce occasionnel de valeurs mobilières ne peut donc pas être considéré comme étant exercé à titre professionnel.

L'activité commerciale visée par la définition englobe en particulier les participants au marché qui achètent et vendent des valeurs mobilières à titre d'intermédiaires professionnels. Sont visés d'une part les négociants en papiers-valeurs qui agissent pour leur compte au moyen d'instruments financiers (en vue d'une revente à court terme ou d'un arbitrage: p. ex. comme market-maker) et d'autre part les négociants qui opèrent des transactions en leur propre nom pour le compte de tiers (en vue de la conclusion de contrats d'achat ou de vente). Il découle clairement de cette définition que toute activité de market-maker ou d'arbitrage, à la condition qu'elle soit exercée à titre professionnel, tombe sous le coup de la loi. L'ordonnance citera à titre d'exemple les fonctions que devront exercer les négociants sur le marché (p. ex. market-maker) pour être soumis à la surveillance.

Dans la perspective de la protection des investisseurs et du fonctionnement des marchés, il importe en premier lieu d'assujettir à la LBVM les négociants agissant à titre d'intermédiaires professionnels qui ont un accès direct à la bourse. Ils bénéficient en effet d'une position privilégiée pour obtenir des informations importantes susceptibles d'influencer le marché. Etant donné que la protection des investisseurs exige l'assujettissement général des négociants qui achètent et vendent des valeurs mobilières à titre professionnel pour le compte de tiers, les négociants qui ne disposent pas d'un accès direct à la bourse seront également soumis à la LBVM. En outre, au regard de la protection du fonctionnement du marché, il convient d'imposer certaines conditions aux intervenants qui exercent pour leur propre compte sans passer par l'intermédiaire d'un négociant en valeurs mobilières, mais qui effectuent toutefois un volume considérable de transactions. Pour satisfaire aux buts de loi, on pourra soumettre cette catégorie de négociants à l'obligation de communiquer des informations et de faire contrôler le respect de cette dernière par un réviseur (art. 15, 4^e al., LBVM). Cette disposition peut également viser des directions de fonds de placement qui ne sont pas considérées comme négociants en valeurs mobilières en vertu du statut spécial que leur confère la loi sur les fonds de placement. Le commerce suisse des valeurs

mobilières assure un reporting largement suffisant. Celui qui achète et vend à titre professionnel des valeurs mobilières à des fins de placement et non en vue d'une transaction à court terme sur des variations de taux d'intérêt ou de prix n'est pas soumis aux dispositions de la LBVM applicables aux négociants. Les sociétés commerciales et industrielles et les investisseurs institutionnels tels que les caisses de retraite seront ainsi exemptés du champ d'application de la loi.

Comme on l'a vu sous le chiffre 161, on a renoncé à réglementer explicitement le marché primaire au travers de la LBVM. Certes, les maisons d'émission ont été soumises à la loi sur les banques suite à la révision du 23 août 1989 de l'ordonnance sur les banques. Toutefois, le nouveau régime ne s'applique pas aux sociétés qui émettent des options sans effectuer d'émission de papiers-valeurs traditionnels. Vu que les maisons d'émission tombent sans conteste sous la définition citée à l'article 2, lettre c, la disposition en cause de la loi et de l'ordonnance sur les banques peut être abrogée. Les maisons d'émission assujetties à la loi sur les banques suite à la révision précitée, qui cependant n'exercent pas d'activité bancaire traditionnelle au sens de l'article 2a, lettre a, de l'ordonnance sur les banques, seront soumises exclusivement à la LBVM. Cette réglementation permettra d'exercer indirectement une certaine influence sur le marché primaire.

212.4 Offres publiques d'acquisition

(art. 2, let. d)

Dans l'intérêt des participants au marché, il importe de s'assurer que les offres publiques d'acquisition se déroulent dans un cadre réglementé. Par offre publique d'acquisition, on entend toute offre publique portant sur des actions ou d'autres titres de participation de sociétés (sociétés visées) traités en bourse, présentée dans le but d'acquérir à titre onéreux tout ou partie de ces titres de participation. Les dispositions de la LBVM sont applicables à toutes les offres publiques d'acquisition portant sur des titres de participation ou sur d'autres titres conférant le droit d'acquérir de tels titres, notamment des droits de conversion ou d'option. Ces dispositions concernent les titres de participation de sociétés suisses traités en bourse. On ne saurait donc exclure qu'à l'avenir des sociétés suisses traitées uniquement à l'étranger puissent être assujetties à la LBVM.

22 Bourses

221 Autorisation

(art. 3)

Selon le 1^{er} alinéa, celui qui veut exploiter une bourse doit obtenir une autorisation de l'autorité de surveillance.

Les conditions à remplir sur le plan de l'organisation pour l'obtention de l'autorisation au sens du 2^e alinéa ont trait aux règlements internes des bourses et à l'organisation du marché. Ces règlements doivent entre autres prévoir un organe qui permet aux bourses d'effectuer des enquêtes au sujet de violations éventuelles de la LBVM et de leurs propres règlements. Des conditions sont posées en ce qui

concerne les collaborateurs responsables d'une bourse. Ils doivent avoir les connaissances professionnelles nécessaires et offrir toute garantie d'une activité irréprochable.

Celui qui remplit les exigences légales a le droit d'exploiter une bourse. L'accès au marché est ouvert et l'égalité de traitement est garantie. L'autorité de surveillance doit veiller au respect du principe de la proportionnalité et éviter de créer des obstacles à l'admission, notamment envers de nouvelles bourses présentant un caractère innovateur ou de nouveaux segments de bourses existantes.

Le 3^e alinéa confère au Conseil fédéral la compétence de fixer les conditions minimales requises pour l'octroi de l'autorisation.

Le Conseil fédéral règle, par voie d'ordonnance (4^e al.), les conditions d'autorisation des bourses étrangères opérant en Suisse, mais qui n'y ont cependant pas leur siège ou dont les installations n'y sont pas physiquement présentes, comme les bourses électroniques (par ex. NASDAQ, SEAQ, GLOBEX) ou le commerce par écran et par téléphone, s'il est assujéti à la LBVM à titre d'organisation analogue à une bourse. Dans ces cas, il faudra examiner si la bourse est soumise à une surveillance adéquate dans son pays d'origine. La possibilité de réglementer l'activité de ces bourses, en faisant respecter certaines conditions minimales, est très importante pour des raisons de neutralité de la concurrence. Faute de quoi, il pourrait en résulter une auto-discrimination de la place financière suisse.

Les organisations assimilables à des bourses peuvent être totalement ou partiellement soumises à la LBVM, si cela se justifie au regard du but de la loi (5^e al.). Sont visés par cet alinéa les systèmes qui ne servent qu'à présenter des offres d'achat ou de vente sans conclusion de contrat à la clé ou les systèmes affichant des offres de vente. Le contrat est conclu en règle générale par voie téléphonique mais en tout cas pas par le biais du système. En revanche, la LBVM ne s'applique pas aux moyens techniques d'appoint du commerce des valeurs mobilières qui ne permettent pas de procéder à des échanges simultanés d'offres entre plusieurs participants au marché. Ces dispositifs englobent le téléphone, le télex, la télécopie, les imprimés ou de simples systèmes d'affichage des cours.

Les systèmes qualifiés de bourse doivent permettre à plusieurs intervenants de présenter et d'accepter simultanément des offres. Lorsqu'un négociant se propose d'exercer le rôle de «market maker» dans le cadre de certaines valeurs mobilières, les marchés en question peuvent également être qualifiés d'organisations à caractère boursier selon leur importance. La garantie de la protection des investisseurs et du fonctionnement du marché dépend en l'occurrence essentiellement de la conduite du «market maker».

Bien que la surveillance des négociants soit suffisamment développée, il convient, compte tenu qu'il est difficile de prévoir les futurs développements techniques et vu l'importance des volumes traités sur les marchés, d'habiliter le Conseil fédéral à soumettre à la LBVM ou à certaines de ses dispositions les organisations suisses ou d'origine étrangère à caractère boursier. Pour des raisons tenant à la sécurité du droit, il y aura lieu de définir la notion d'organisation à caractère boursier de façon plus précise.

Si les conditions d'octroi de l'autorisation changent ultérieurement, la poursuite de l'exploitation devra être soumise à l'approbation de l'autorité de surveillance (6^e al.).

222 Autorégulation

(art. 4)

Conformément à la conception de base de la LBVM, les bourses doivent pouvoir se développer et s'adapter aux nouvelles exigences posées par les marchés sans être gênées par des contraintes juridiques trop strictes. L'autorégulation signifie une répartition appropriée des tâches entre la haute surveillance exercée par l'Etat et l'autorégulation privée se basant sur des obligations fixées par la loi.

Selon le 1^{er} alinéa, chaque bourse doit garantir l'organisation adéquate de son exploitation, de son administration et de la surveillance de son activité. Ces obligations recouvrent également la révision de la bourse. Les divers types de bourses (bourses à la criée, bourses électroniques) ou les bourses qui admettent différentes catégories de valeurs mobilières doivent donc s'organiser en fonction des critères qui les distinguent.

Aux termes du 2^e alinéa, la bourse doit communiquer ses règlements et ses modifications à l'assentiment de l'autorité de surveillance. De toute évidence, certaines dispositions (p. ex. le moment et la durée de la suspension de la cotation en cas de variation de cours extrême) doivent être harmonisées, compte tenu des buts de protection poursuivis par la loi. L'autorité de surveillance n'examine que les règlements relatifs aux buts précités mais non les dispositions relevant de la pure organisation comme par exemple les questions techniques touchant au système de négoce.

223 Organisation des marchés

(art. 5)

Conformément au 1^{er} alinéa, il appartient aux bourses d'organiser les marchés. Elles édictent un règlement qui doit être approuvé par l'autorité de surveillance. Aux fins d'atteindre le but visé par la loi, les bourses doivent disposer d'une organisation apte à assurer l'efficacité et la transparence de leur marché. L'exigence de la transparence constitue une préoccupation centrale. Cette transparence joue en effet un rôle crucial dans le commerce des valeurs mobilières. Elle accroît l'efficacité de la formation des prix, crée par conséquent un climat de sécurité et de confiance dans les bourses et améliore donc directement la liquidité. Les exigences concernant l'organisation doivent être proportionnées au type de bourse et aux frais occasionnés. Ainsi, une bourse électronique peut, pour des frais de fonctionnement équivalents, offrir une meilleure transparence, plus actuelle, qu'une bourse «à la criée» où l'exécution des ordres se déroule d'une manière (encore) partiellement opaque. Le choix du système de négoce doit être en premier lieu une décision de gestion de la bourse.

La bourse peut être divisée en plusieurs segments soumis à des règlements différents (2^e al.), en particulier en ce qui concerne l'admission des valeurs

mobilières à la cotation. On aura donc encore affaire à un marché principal et à un marché secondaire. La possibilité de diviser la bourse en segments est aussi rendue nécessaire par la réglementation des offres publiques d'acquisition. Toute société qui se soumettra volontairement aux dispositions de la LBVM concernant les offres publiques d'acquisition pourra faire coter ses actions dans un autre segment que celle qui ne s'y sera pas pliée. Il est tenu compte ainsi de la situation particulière des sociétés familiales qui sont nombreuses en Suisse.

Deux exigences minimales concernant l'organisation du marché sont requises: l'obligation de tenir un journal (3^e al.) et le devoir de publier toutes les informations nécessaires à la transparence du commerce des valeurs mobilières (4^e al.). Toutes les bourses doivent tenir un journal portant sur l'ensemble des opérations effectuées en bourse par leurs membres sur les valeurs mobilières traitées. En particulier, il y a lieu d'enregistrer le moment de l'opération, les négociants qui y ont participé, les valeurs mobilières traitées, le nombre ou la valeur nominale de celles-ci et le prix de l'opération. Le devoir de «reporting» permet d'améliorer la transparence et de garantir la bonne exécution des ordres et, partant, d'atteindre l'un des principaux objectifs de la protection des investisseurs. Le devoir de «reporting» est à la base d'une information appropriée du public, de la transparence du marché et d'une surveillance efficace.

Les bourses ont l'obligation de prendre les mesures adéquates pour assurer la publication de toutes les informations nécessaires à la transparence des marchés, par exemple la publication continue des cours et du volume quotidien des valeurs mobilières traitées en bourse et hors bourse. Les informations doivent être accessibles rapidement car seule une publication rapide permet de renforcer sensiblement l'efficacité de la formation des prix.

224 Surveillance des transactions

(art. 6)

La surveillance des transactions relève de la compétence de la bourse. Celle-ci surveille la formation des cours, la conclusion et l'exécution des transactions en bourse (1^{er} al.). Elle assume la responsabilité du bon fonctionnement de son marché. La surveillance par les bourses doit permettre de découvrir les violations de la LBVM ou les délits d'initiés (utilisation abusive de la connaissance d'un fait confidentiel) ou encore les manipulations de cours.

Lorsqu'une infraction aux prescriptions légales ou d'autres irrégularités sont présumées, la bourse doit l'annoncer à l'autorité de surveillance (2^e al.). En pratique, il sera probablement difficile de déterminer immédiatement l'existence et la gravité d'un cas. La bourse a l'obligation d'informer l'autorité de surveillance au plus tard lorsqu'elle a des soupçons fondés. De simples indices suffisent à considérer qu'un tel soupçon existe. L'autorité de surveillance procède aux enquêtes nécessaires et elle peut demander à cet effet la collaboration de la bourse.

225 Membres (art. 7)

Les conditions dont dépend l'admission des membres sont du ressort des bourses. Celles-ci exercent leur compétence en édictant un règlement d'admission qui doit être approuvé par l'autorité de surveillance. Deux exigences légales doivent être remplies: l'égalité de traitement (1^{er} al.) et l'obligation de n'admettre que des négociants (2^e al.).

La bourse veille au respect de son règlement et est responsable de son application. L'exclusion est la sanction la plus sévère que la bourse puisse prendre. Les règlements peuvent aussi prévoir des sanctions moins sévères, comme par exemple la fixation d'un délai pour rétablir une situation conforme au règlement, l'exclusion temporaire ou des amendes.

Etant donné que seuls des négociants peuvent devenir membres d'une bourse, la notion de négociant revêt une importance cruciale. Ainsi, par exemple, les investisseurs institutionnels qui ne sont pas des négociants n'auront pas un accès direct aux bourses. Cependant, ils pourront se ménager un accès direct en créant des filiales, pour autant que celles-ci remplissent les conditions relatives aux négociants ainsi que les autres conditions d'admission requises par les bourses. Les négociants qui remplissent les conditions d'admission ont le droit d'être admis conformément au principe de l'égalité de traitement. La liberté d'accès peut cependant être relativisée par des restrictions objectives à l'admission qui découlent du système de négoce lui-même (limite de capacité).

La bourse peut créer des catégories de négociants par segments boursiers identiques ou différents. Par analogie avec la Soffex, il est aussi possible de faire une distinction selon la fonction commerciale du négociant («market maker» ou «broker-dealer»).

La LBVM ne prescrit pas d'obligation de traiter en bourse. En principe, le reporting assure une transparence suffisante. Cependant, les bourses pourront imposer à leurs membres une telle obligation à l'instar de la Soffex qui la prescrit en raison d'impératifs propres au négoce et au déroulement des transactions (3^e al.).

En vertu du principe de l'égalité de traitement, la bourse est tenue de traiter équitablement les négociants occupant une position comparable. La portée du principe de l'égalité de traitement dépendra, dans chaque cas, de la pratique lors de l'approbation des règlements d'admission adoptée par l'autorité de surveillance, de leur application par les bourses et des décisions prises en cas de recours. Les exigences minimales sur lesquelles doit s'appuyer le règlement seront fixées par le Conseil fédéral par voie d'ordonnance (4^e al.).

226 Admission des valeurs mobilières (art. 8)

Les conditions d'admission des valeurs mobilières (règlements de cotation) relèvent de la compétence des bourses. Conformément au 1^{er} alinéa, celles-ci édictent un règlement qui doit être approuvé par l'autorité de surveillance. Les

règlements de cotation constituent un élément essentiel de l'autorégulation. Etant donné qu'ils empiètent dans une large mesure sur le droit des sociétés, ils devront par conséquent être élaborés avec la collaboration des sociétés cotées et des représentants des investisseurs.

La bourse veille au respect du règlement de cotation et applique celui-ci. Elle décide de l'admission à la cotation. Les sanctions les plus graves qu'elle est habilitée à prendre sont la suspension ou l'exclusion définitive d'une valeur mobilière du négoce (radiation d'une valeur à la cote). Le règlement peut également prévoir des sanctions moins sévères, notamment la possibilité d'impartir un délai pour rétablir l'ordre légal.

Il y aura lieu d'observer certaines conditions minimales. Les règlements de cotation devront en effet prévoir certaines prescriptions relatives à la négociabilité des valeurs mobilières et au devoir d'informer des émetteurs (2^e al.), et tenir compte des standards internationaux reconnus (3^e al.). Au sein des CE, les conditions minimales régissant l'admission des papiers-valeurs à la cote officielle sont fixées dans la directive 79/279/CEE (y compris la modification 88/627). Celle-ci renferme des prescriptions sur les attributions des autorités de surveillance compétentes, sur la capitalisation minimale des titres cotés et sur les obligations que les émetteurs doivent respecter en matière d'information. La directive 80/390/CEE (y compris les modifications 87/345, 90/211 et la proposition de modification COM(92)566) règle les conditions de contrôle et de diffusion des prospectus à publier pour les émissions de titres émanant de sociétés cotées en bourse. La directive 89/298/CEE règle l'information à donner aux investisseurs lorsque des valeurs mobilières sont offertes pour la première fois au public en bourse et hors bourse.

Les standards internationaux mettent au premier plan les règles de publicité pour les émetteurs concernant le marché des capitaux. Les différents segments des bourses (p. ex. le marché principal et le marché secondaire) peuvent être soumis à des exigences de cotation plus ou moins rigoureuses. Mais il faudra aussi tenir compte, en ce qui concerne la cotation des petits et moyens émetteurs, des buts de protection de la loi, dans les limites du principe de la proportionnalité. Celui qui veut bénéficier de l'avantage de se procurer des ressources sur le marché des capitaux doit être tenu de satisfaire à de plus grandes exigences de publicité envers le public.

Les règlements de cotation serviront également à garantir la transparence des valeurs mobilières négociées. Les exigences en matière d'information se situent pour l'essentiel sur deux plans. Premièrement, il existe un devoir d'information au moment de la cotation et pendant la durée de celle-ci, ce qui signifie que l'émetteur devra publier des rapports qui permettent à l'investisseur de se former une opinion éclairée sur les caractéristiques des valeurs mobilières (genre et description de ces valeurs, valeur nominale, durée, droit d'exercice, etc.) et sur la qualité des émetteurs (activité et présentation des comptes, bilans, comptes de résultats, évolution du chiffre d'affaires et du bénéfice, ratio entre les fonds propres et étrangers et les dettes, «rating»), etc.. Deuxièmement, les exigences portent sur la négociabilité des valeurs mobilières. Il y aura lieu d'établir des standards minimum. L'investisseur doit avoir accès aux informations relatives au volume des valeurs mobilières négociées (liquidités); il faut, en outre, qu'il puisse

s'informer des critères de base de la négociabilité et notamment du nombre et de la structure des titres de participation émis ou de la pratique adoptée par la société en ce qui concerne l'inscription des actions nominatives.

Afin de satisfaire au principe de l'égalité de traitement, il a été prévu au 4^e alinéa que les bourses devront admettre à la cotation les valeurs mobilières remplissant les conditions posées par le règlement.

Le Conseil fédéral fixera par voie d'ordonnance les exigences minimales concernant le règlement de cotation (5^e al.). Un exemplaire de ce dernier sera soumis à l'approbation de l'autorité de surveillance qui aura pour tâche d'établir un système national cohérent. Pour protéger les investisseurs, on soumettra les émetteurs à des exigences de publicité d'une sévérité égale au sein d'un même segment. En ce qui concerne la cotation d'émetteurs étrangers, il convient de tenir compte notamment des règles de cotation appropriées appliquées dans le pays d'origine de l'émetteur. Dans ce contexte, les prescriptions de l'OCDE et du GATT sont réservées.

Les bourses seront tenues de réglementer la procédure d'admission, étant entendu que chaque bourse ne devra pas créer sa propre instance d'admission. Cette solution serait trop coûteuse et de plus on peut se demander s'il y aurait suffisamment de candidats compétents. Une instance d'admission commune pour les bourses du même genre est tout à fait envisageable. Les statuts de cette instance d'admission commune devront être conformes au but de la LBVM et seront soumis à l'assentiment de l'autorité de surveillance. Ainsi, on pourra s'assurer, entre autres, que la composition de l'instance d'admission tienne compte des intérêts de tous les participants au marché (notamment aussi ceux des investisseurs).

227 Décisions des bourses (art. 9)

Le système d'admission prévu confère aux bourses le pouvoir d'édicter des décisions applicables à un domaine relevant du droit privé. L'équité veut donc que les décisions qu'elles rendent dans les cas particulièrement importants et délicats soient notifiées dans une forme susceptible d'être attaquée par les intéressés.

Les bourses ou leurs instances d'admission sont appelées à statuer par voie de décision par exemple pour refuser l'admission d'un membre ou de valeurs mobilières ou pour exclure un membre ou pour radier une valeur mobilière de la cotation. Leurs décisions peuvent être déférées auprès de l'autorité de surveillance par la voie d'un recours de droit administratif. Les mesures et les décisions des bourses qui ne concourent pas à la réalisation des buts visés par la loi et qui ne relèvent donc pas du domaine des tâches de droit public qui leur sont attribuées sont soumises au droit civil et ne peuvent pas être contestées par la voie d'un recours de droit administratif. Il s'agit avant tout de décisions relatives à la gestion des bourses comme par exemple le financement de l'activité de la bourse ou la technique du système de négoce. Les différends éventuels concernant des questions de ce genre seront tranchés par le juge civil.

On distingue donc précisément le domaine soumis au droit administratif de celui qui relève du droit civil; une marge de manœuvre suffisante est laissée à l'autorégulation. Le droit de recourir est soumis aux règles générales applicables à la procédure administrative.

Cette réglementation autorise les négociants à recourir contre les décisions signifiant le refus de leur admission à la bourse ou contre leur exclusion; de même, elle permet aux émetteurs de faire appel contre le rejet de leur demande d'admission de leurs valeurs mobilières à la cote ou contre la suspension de l'admission. De plus, la violation des règlements édictés par les bourses peut faire l'objet d'un blâme car ceux-ci sont assimilés au droit fédéral (cf. F. Gygi, Bundesrechtspflege, Berne 1983, p. 289).

23 Négociants

23.1 Autorisation (art. 10)

La LBVM fixe, à l'article 10, les conditions requises pour l'octroi de l'autorisation sur le plan de la structure juridique, de l'organisation, des exigences minimales concernant le capital social et de celles qui touchent les collaborateurs du négociant. Un négociant ne peut exercer son activité qu'après en avoir obtenu l'autorisation de l'autorité de surveillance (1^{er} al.). Lorsque les conditions requises sont remplies, l'autorisation doit être accordée.

Pour que l'autorisation soit accordée, l'organisation du négociant et ses règlements doivent garantir le respect de la loi (2^e al., let. a).

Le négociant doit disposer, lorsqu'il s'agit d'une personne morale, d'un capital social minimum dont le montant sera fixé dans l'ordonnance (2^e al., let. b). Quant aux personnes physiques, elles devront fournir une certaine garantie dont le montant sera aussi fixé dans l'ordonnance. De plus, le négociant et ses collaborateurs responsables doivent démontrer qu'ils ont les connaissances professionnelles nécessaires et qu'ils présentent toute garantie d'une activité irréprochable (2^e al., let. c).

Les exigences minimales requises pour l'octroi de l'autorisation aux négociants sont fixées par voie d'ordonnance selon le 3^e alinéa. Il s'agira notamment de fixer le montant du capital social minimum exigible des personnes morales et les garanties exigées des personnes physiques et des sociétés de personnes.

L'activité des négociants exerçant à partir de l'étranger et les activités de leurs succursales en Suisse seront réglées par voie d'ordonnance (4^e al.). Cette dernière ne fixera pas seulement les conditions requises pour l'octroi de l'autorisation, mais aussi d'autres prescriptions comme celle touchant les fonds propres. L'autorité de surveillance devra vérifier en particulier si les négociants étrangers sont soumis à une surveillance adéquate dans leur pays d'origine.

Conformément à la pratique appliquée par la CFB dans le domaine bancaire, l'autorité de surveillance pourra, selon le 5^e alinéa, exiger que les sociétés faisant partie d'un groupe exerçant dans le domaine financier et notamment les filiales d'entreprises étrangères – qu'elles soient indépendantes ou non – soient soumises à une surveillance des autorités étrangères sur une base consolidée appropriée. La

place financière suisse ne sera pas fermée pour autant aux négociants originaires des Etats, encore nombreux, qui n'appliquent pas une telle surveillance car cet alinéa est revêtu de la forme potestative. D'autres possibilités sont envisageables pour obtenir suffisamment d'informations sur l'ensemble des activités du groupe.

Selon le 6^e alinéa, si les conditions d'octroi de l'autorisation changent ultérieurement, la poursuite de l'activité de négociant doit être soumise à l'approbation de l'autorité de surveillance.

23.2 Règles de conduite

(art. 11)

La LBVM énumère les principes essentiels que les négociants doivent observer et inclure dans leurs règlements internes. Ces règles revêtent une importance cruciale eu égard aux buts visés par la loi. Les devoirs énumérés à l'article 11 correspondent dans une large mesure aux directives émises par l'IOSCO et à la proposition modifiée de directive de la commission des CE concernant les services d'investissements dans le domaine des valeurs mobilières (COM(89)629).

Ces devoirs figureront dans les conditions générales du négociant qui les soumettra à l'approbation de l'autorité de surveillance. Celle-ci approuve les conditions générales qui s'accordent avec les devoirs énumérés au 1^{er} alinéa (2^e et 3^e al.). Le négociant tiendra compte de l'expérience et des connaissances des clients en la matière (4^e al.).

Le devoir de diligence (1^{er} al., let. a) que le négociant a envers ses clients requiert de sa part une gestion professionnelle et diligente de ses affaires. Cette exigence suppose également une exécution aussi parfaite que possible des ordres de ses clients.

En outre, le négociant a envers ses clients un devoir de loyauté (1^{er} al., let. b). Il doit s'abstenir de s'exprimer ou d'agir de façon à induire son interlocuteur en erreur. Il doit en particulier s'assurer que des conflits d'intérêts, dont le risque ne doit pas être sous-estimé dans un système de banque universelle, ne lèsent ses clients (p. ex. des coupures de cours).

Enfin, le négociant a un devoir d'information (1^{er} al., let. c). Il doit donner toute information utile à son client, et assez tôt, sur les risques inhérents à une transaction ou à son exécution.

23.3 Fonds propres

(art. 12)

Le négociant doit disposer de fonds propres suffisants. Outre le capital social minimum ou la garantie (prévus à l'art. 10, 2^e al., let. b), il faudra exiger des négociants qu'ils disposent d'un montant suffisant de fonds propres (1^{er} al.) ou qu'ils fournissent d'autres garanties pour tenir compte des risques spécifiques liés à leur activité.

Selon le 2^e alinéa, le Conseil fédéral fixe par voie d'ordonnance le montant minimum des fonds propres, compte tenu des risques impliqués par les activités du négociant, y compris les risques hors bilan. Il détermine dans quelle mesure ces

dispositions s'appliquent aussi aux banques, bien que ce ne soit pas ici l'exigence de fonds propres supplémentaires qui figure au premier plan, mais leur nouvelle structure. Il s'agit d'adapter d'une façon systématique les ratios suisses au facteur de pondération des risques prévu par le modèle de Bâle relatif aux fonds propres et par les directives des CE.

23.4 Répartition des risques

(art. 13)

Le négociant doit éviter de prendre des risques démesurés. Le Conseil fédéral fixe par voie d'ordonnance les limites de ces risques et le montant des fonds propres supplémentaires nécessaires à leur couverture. Il détermine également dans quelle mesure ces prescriptions s'appliquent aux banques.

La future directive CE relative aux fonds propres des négociants contiendra vraisemblablement des prescriptions régissant la répartition des risques. Les discussions qui ont lieu au niveau international comme dans le cadre de l'IOSCO vont également dans ce sens.

23.5 Base consolidée

(art. 14)

Le négociant est tenu d'observer les prescriptions applicables aux fonds propres et à la répartition des risques sur une base consolidée s'il forme une entité économique avec une ou plusieurs sociétés exerçant des activités dans le domaine financier ou si d'autres facteurs donnent à penser qu'il s'est obligé juridiquement ou de fait envers une telle société.

Cette norme reflète la tendance internationale qui s'oriente vers une surveillance consolidée des groupes financiers. Quelques exemples célèbres (Drexel, BCCI) ont mis en exergue les rapports étroits qui lient certaines sociétés financières. En imposant certaines exigences en matière de fonds propres sur une base consolidée, on assoit également la pratique de la CFB confirmée par le TF dans la cause du CS-Holding. En vertu de cette pratique, outre les risques découlant des rapports classiques au sein d'un groupe, il convient de tenir compte des risques particuliers inhérents aux sociétés financières étroitement liées.

23.6 Obligation de tenir un journal et de déclarer

(art. 15)

Il importe, au regard de la protection des investisseurs, que l'exécution des transactions puisse être reconstituée. C'est pourquoi le négociant devra tenir un journal (1^{er} al.). Celui-ci indiquera dans l'ordre chronologique tous les ordres reçus et toutes les transactions effectuées sur des valeurs mobilières traitées en bourse et mentionnera tous les faits importants. De même, on indiquera si une transaction a été effectuée en bourse ou hors bourse. En incluant aussi l'enregistrement des ordres reçus, ce qui est certes fastidieux pour le négociant, on

s'assure que les faits recueillis sont complets. La transparence accrue améliorera les possibilités de reconstituer l'exécution des ordres, aspect qui n'est pas négligeable vu sous l'angle de l'entraide internationale.

En vertu du 3^e alinéa, le négociant est tenu de communiquer toutes les informations indispensables à la transparence des marchés.

Conformément au 2^e alinéa, le Conseil fédéral fixe le contenu, la forme et le destinataire des informations. Il est ainsi possible de développer dans la pratique une solution souple. Outre l'obligation d'informer, il est particulièrement important pour la transparence des marchés qu'une distinction claire soit faite entre les transactions effectuées pour le compte des clients et celles réalisées pour le compte «nostro» du négociant. Le rapport de la CFB sur le mini-krach d'octobre 1989 a mis en évidence le fait que diverses banques n'ont pu produire que le solde de leur compte nostro. Cela tient à des procédures de comptabilité qui ne permettent pas d'identifier nettement les opérations du compte nostro puisque la totalité des transactions sont comptabilisées sur ce compte. Afin de tenir un journal conforme à la loi, les banques et les négociants devront introduire des procédures de comptabilité permettant de distinguer clairement et en tout temps leurs propres ordres de ceux donnés par les clients.

Le 4^e alinéa prévoit que le Conseil fédéral pourra soumettre à l'obligation de communiquer des informations selon le 2^e alinéa les personnes et les sociétés qui achètent et vendent des valeurs mobilières sans le concours d'un négociant. Cette clause vise notamment les grandes sociétés commerciales et industrielles ou les sociétés exerçant dans le domaine financier qui négocient directement entre elles des valeurs mobilières hors bourse ou avec des partenaires établis à l'étranger. Ces participants au marché, qui effectuent d'importantes transactions sur titres, doivent être soumis à certaines exigences, compte tenu des impératifs liés à la protection du fonctionnement du marché. L'importance de leur activité professionnelle ne se mesure pas essentiellement au pourcentage de leur chiffre d'affaires ou de leurs bénéfices réalisés par le commerce de titres. Il s'agit plutôt de déterminer, pour des motifs tenant à la protection des investisseurs et du fonctionnement du système (transparence accrue), quelle est la part respective de leur négoce dans le volume global du marché.

23.7 Présentation des comptes (art. 16)

Tous les négociants ne seront pas des banques, qui sont déjà régies par les prescriptions de la loi sur les banques en matière de présentation et de publication des comptes. Les besoins de transparence et la protection des investisseurs justifient que l'on soumette aussi les négociants à de telles obligations. On ne peut exclure de surcroît que certaines banques, actives principalement dans le commerce des titres, se départissent de leur statut bancaire, ce qui les assujettirait exclusivement à la LBVM.

Les négociants doivent établir un compte annuel et le publier (1^{er} al.). Ce faisant, ils tiennent compte des prescriptions du droit des sociétés anonymes (2^e al.). Le Conseil fédéral pourra prévoir par voie d'ordonnance des prescriptions com-

ptables plus précises, des informations complémentaires en annexe, l'établissement et la publication de résultats et d'un bilan intermédiaires, l'obligation d'établir un compte général du groupe et des exceptions au droit des sociétés anonymes. Il déterminera du même coup dans quelle mesure ces prescriptions s'appliquent aux banques (3^e al.).

23.8 Révision

(art. 17)

Pour la sécurité des marchés des titres, il faut soumettre les négociants au contrôle d'un réviseur reconnu (1^{er} al.). La révision doit être effectuée par des réviseurs externes agréés par l'autorité de surveillance. Ceux-ci doivent avoir accès aux documents et aux renseignements nécessaires à l'exécution du contrôle (2^e al.) dont les frais sont à la charge du négociant (3^e al.).

L'autorité de surveillance se fonde sur le rapport des réviseurs pour exercer sa surveillance. Ce rapport doit lui être livré en temps utile; par ailleurs, des contrôles à l'improviste pourront être effectués sur des éléments particuliers de la comptabilité.

23.9 Réviseur

(art. 18)

Le contrôle des négociants, dont le nombre sera probablement élevé, sera confié à des réviseurs hautement qualifiés et spécialisés en la matière qui devront être agréés par l'autorité de surveillance. Celle-ci exercera sa surveillance en se fondant sur les rapports du réviseur. Le Conseil fédéral fixera des conditions d'agrément strictes par voie d'ordonnance (1^{er} al.). Le réviseur ne pourra être lui-même un négociant (2^e al.). Il devra en outre être indépendant de la direction et de l'administration du négociant faisant l'objet de la révision (3^e al.). Ces conditions permettront d'éviter les conflits d'intérêts.

23.10 Devoirs du réviseur

(art. 19)

Les réviseurs vérifient si les négociants remplissent en permanence les conditions d'autorisation et s'ils respectent les conditions spécifiques qui leur ont été imposées par l'autorité de surveillance dans le cadre de la procédure d'autorisation (1^{er} al.).

Le rapport de révision doit être communiqué au négociant et à l'autorité de surveillance dans un bref délai après l'achèvement de la révision (2^e al.). Le contrôle de l'activité du négociant, par exemple le respect des règles de conduite, exige une organisation qui permette d'effectuer des vérifications en temps opportun. L'autorité de surveillance édictera des dispositions concernant les éléments qui doivent être vérifiés et le contenu du rapport de révision (3^e al.).

Le réviseur impartit au négociant un délai convenable pour le rétablissement de l'ordre légal lorsqu'il constate, à l'occasion de la révision annuelle ou du contrôle intermédiaire, des infractions aux prescriptions légales ou d'autres irrégularités (4^e al.). Il en fait mention dans le rapport annuel. Si le délai impartit n'est pas observé, le réviseur en réfèrera immédiatement à l'autorité de surveillance. Si le réviseur décèle lors de ces contrôles des infractions pénales ou de graves irrégularités, il en informera immédiatement l'autorité de surveillance (5^e al.).

Le 6^e alinéa oblige le réviseur au secret.

24 Publicité des participations dans les sociétés cotées

241 Obligation de déclarer (art. 20)

D'après le nouveau droit de la société anonyme, les sociétés en Suisse dont les actions sont cotées en bourse doivent publier, en annexe à leur bilan, toutes les participations à leur capital dont elles ont connaissance, pour autant qu'elles dépassent 5 pour cent des droits de vote. Au sein des CE, la publicité des participations importantes est régie par une directive (88/627/CEE), qui est entrée en vigueur le 12 décembre 1988.

Une obligation de déclarer est de nature à accroître la transparence du marché suisse des valeurs mobilières. La modification des participations importantes a une influence sur l'évolution des cours. Si le volume des titres librement négociables et l'existence de gros actionnaires sont connus, on réduit les risques d'opérations d'initiés. La société bénéficie d'une meilleure vue d'ensemble sur la structure de son actionnariat et sur les rapports de force. Outre le nom des titulaires d'actions nominatives, la société peut connaître l'identité de ses principaux actionnaires détenant des actions au porteur. L'obligation de déclarer est étroitement liée au régime applicable aux offres publiques d'acquisition. L'acquisition et la vente secrètes de participations importantes en bourse sont ainsi rendues impossibles. A moins d'acquérir un lot d'actions par le biais d'une transaction privée, l'acquéreur n'aura d'autre choix que l'offre publique d'acquisition. Dès l'annonce de l'acquisition d'une participation importante dans une société cotée, les cours réagissent, ce qui réduit considérablement les avantages d'autres acquisitions ultérieures secrètes. Le nombre des valeurs mobilières qu'une personne peut acheter sans être soumise à l'obligation de déclarer est limité par un seuil.

L'obligation précitée nécessite une base légale car son respect ne peut être garanti qu'à l'aide de sanctions frappant directement les actionnaires concernés. Le champ d'application est limité aux sociétés ayant leur siège en Suisse et dont les titres de participation sont traités en bourse. La réglementation prévue par la LBVM permet aussi d'édicter des dispositions de droit administratif (surveillance, dispositions pénales) alors qu'une simple base de droit civil ne suffirait pas à cette fin.

Aussi bien l'achat que la vente de participations importantes représentent des informations qui influent sur la formation des cours. L'obligation de déclarer intervient lorsque des seuils de participation sont atteints, dépassés ou lorsque le

taux de participation tombe au-dessous. Le 1^{er} alinéa fixe ces seuils limite à 5, 10, 25, 33 1/3, 50 et 75 pour cent des droits de vote, ce qui va au-delà des exigences minimales des CE. Ces seuils de participation sont calculés sur la base des droits de vote contrôlés directement, indirectement ou de concert avec des tiers.

Un premier seuil de 5 pour cent se justifie car 10 pour cent des droits de vote d'une société multinationale représentent un niveau très élevé en termes de capital. Dans le droit régissant les sociétés anonymes, c'est aussi le seuil de 5 pour cent qui a été retenu pour le devoir de publication. La tendance actuelle dans les pays importants va d'ailleurs dans ce sens (3 % au Royaume-Uni).

L'obligation de déclarer s'applique aux participations détenues dans des sociétés ayant leur siège en Suisse, dont une partie au moins des titres de participation est traitée en bourse; elle s'étend aussi aux titres non cotés de cette société. La conversion de bons de participation ou de jouissance en actions et l'exercice de droits de conversion et de droits d'acquisition sont assimilés à un achat (2^e al.). L'obligation de déclarer ne se justifie que si elle couvre également les actions au porteur.

Les petites sociétés et les sociétés familiales pourront conserver leur sphère privée. Dans ce cas, le cercle des investisseurs actuels et potentiels est déterminé d'une manière stricte. Le public n'a aucun intérêt à disposer de telles informations. Ces groupes organisés devront remplir leur obligation de déclarer collectivement (3^e al.); les membres n'y seront pas astreints individuellement. Néanmoins, ces groupes devront communiquer, en sus de la participation totale, l'identité de chaque membre, le type de convention qui les lie et ceux qui les représentent.

Si la société ou la bourse a des raisons de penser qu'un actionnaire n'a pas respecté son obligation de déclarer, elle en informe l'autorité de surveillance, selon le 4^e alinéa.

Cette matière sera réglementée dans les détails par voie d'ordonnance (5^e al.). Celle-ci réglera le calcul des droits de vote, les modalités de la déclaration et le délai dans lequel l'investisseur doit informer la société et la bourse.

242 Devoir d'information de la société

(art. 21)

La société doit publier les changements affectant le pourcentage des droits de vote. Le contenu de cette publication et le délai dans lequel elle doit être faite seront fixés par une ordonnance.

25 Offres publiques d'acquisition

Il existe un projet de directive de la Commission de la CE, datant de septembre 1990, qui serait la treizième directive en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'achat (COM(90)416).

25.1 Soumission volontaire (art. 22)

Les sociétés sont libres de décider si elles se soumettent ou non aux dispositions de la LBVM concernant les offres publiques d'acquisition. Les titres de participation des sociétés seront, selon la décision qu'elles auront prise, traités dans un segment séparé. Ainsi, les grandes sociétés, notamment les multinationales, peuvent bénéficier de la protection assurée par la réglementation des offres publiques d'acquisition. En revanche, les petites sociétés dominées par un groupe ainsi que les sociétés familiales peuvent sauvegarder leur anonymat; elles ne seront pas tenues, par exemple, lors du transfert d'un lot important d'actions au sein de la famille ou du groupe, de présenter une offre à tous les actionnaires conformément à la clause régissant l'obligation de présenter une offre applicable aux groupes (cf. ci-après le ch. 25.9).

25.2 Devoir de l'offrant (art. 23)

Le prospectus de l'offre devra contenir des informations exactes et complètes afin que ses destinataires puissent prendre leur décision en connaissance de cause (1^{er} al.). Les délais du contenu minimum du prospectus et les modalités de sa publication seront réglés par une ordonnance.

L'offrant doit traiter les détenteurs de titres d'une même catégorie de manière égale (2^e al.). Ainsi, par exemple, l'offre doit être automatiquement révisée à la hausse si l'offrant achète, pendant la durée de l'offre, des titres de participation à un prix supérieur au prix de l'offre. L'offre ne peut être soumise qu'à des conditions que l'offrant ne peut influencer lui-même. Par exemple, l'aboutissement de l'offre peut être subordonné à un pourcentage déterminé de titres de participation, à l'inscription au registre des actionnaires, à l'obtention d'une autorisation administrative, etc.. L'offrant ne doit pas invoquer abusivement la non-réalisation d'une condition pour ne pas mener son offre à terme.

Les obligations de l'offrant s'étendent à toutes personnes agissant de concert avec lui (3^e al.). La notion «agissant de concert» est précisée dans l'ordonnance. Il s'agit par exemple, selon la proposition de directive des CE, de personnes qui, «par des pratiques concertées ou en vertu d'un accord, coopèrent à l'égard de l'offre».

L'article 23 assigne à l'offrant des obligations légales indispensables à la protection de l'investisseur et à la loyauté du marché. Il y va notamment de la nécessité de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires lors de la reprise d'une société. En outre, il faut que le marché soit régi par des conditions loyales et transparentes. Tout actionnaire doit pouvoir vendre ses titres de participation à un cours raisonnable en cas de changement à la tête d'une société. En imposant à l'actionnaire majoritaire un prix minimum pour l'acquisition des titres de la Société visée, on l'oblige du même coup à payer une prime pour le droit de contrôle de la société. Théoriquement, l'actionnaire minoritaire, lui, peut être lésé de multiples façons: par une politique en matière de dividendes très restrictive et un réinvestissement massif des bénéfices que le privent partiellement des résultats

obtenus par la société; par la reprise de la société par un actionnaire majoritaire qui peut entraîner une baisse de la valeur de ses titres car le statut de «minoritaire» est nettement moins enviable sous le régime d'un gros actionnaire que dans un contexte de dissémination des titres de propriété; par la quasi-nécessité de vendre ses titres en raison des baisses de cours auxquelles il faut s'attendre après une prise de contrôle. En outre, l'actionnaire minoritaire risque également d'essuyer des pertes lorsqu'une société sous-évaluée en bourse est vendue à un actionnaire majoritaire qui lui la revend plus tard à la valeur du patrimoine. Vu ce qui précède, l'ingérence dans le droit de propriété et la liberté contractuelle que constituent les devoirs assignés à l'offrant se justifie parfaitement et est conforme à la constitution (cf. constitutionnalité au ch. 6 ci-après).

25.3 Contrôle de l'offre (art. 24)

Avant d'être publiée, l'offre doit être soumise à un réviseur qui contrôle sa conformité avec la LBVM et avec l'ordonnance (1^{er} et 2^e al.), ce qui vise à garantir le sérieux de l'offre et le respect des prescriptions légales. Le réviseur vérifie également que l'offrant respecte la loi et l'ordonnance pendant la durée de l'offre. L'obligation de requérir le feu vert de l'autorité de surveillance pour lancer une offre n'a pas été retenue, le contrôle préalable du réviseur étant jugé suffisant.

Par ailleurs, l'autorité de surveillance a des délais raisonnables pour intervenir postérieurement à la publication de l'offre. Le réviseur vérifie la conformité du prospectus qui accompagne l'offre avant que celle-ci ne soit publiée et livre son rapport à l'autorité de surveillance. L'ordonnance précisera le contenu du rapport et le délai dans lequel il doit être remis à l'autorité de surveillance. Cette dernière n'intervient qu'en cas de nécessité. Selon le 3^e alinéa, les offres non conformes à la loi ou à l'ordonnance sont interdites par l'autorité de surveillance, ce qui entraîne la nullité des contrats conclus sur la base de telles offres (4^e al.).

25.4 Publication du résultat de l'offre et prolongation du délai (art. 25)

Conformément au 1^{er} alinéa, l'offrant devra publier le résultat de l'offre à l'expiration du délai de l'offre, ce qui devrait éclairer suffisamment les participants au marché sur la composition de l'actionnariat de la société visée.

En vertu du 2^e alinéa, l'offrant doit prolonger l'offre dans tous les cas lorsque les conditions liées à l'offre sont réunies. Cette clause est censée garantir le libre choix des actionnaires. Dans un premier temps, ils peuvent refuser l'offre s'ils estiment que la présence de l'offrant, en tant qu'actionnaire majoritaire au sein de la société, serait néfaste. Si l'offre est toutefois en voie d'aboutir, ils doivent pouvoir en accepter les conditions et en profiter dans un deuxième temps.

25.5 Dispositions additionnelles (art. 26)

Conformément au principe qui sous-tend cette réglementation, la loi fixe le cadre et l'ordonnance les détails.

Durant le temps qui sépare la conception de l'offre et sa publication, le marché risque d'être perturbé par des rumeurs ou faussé par des détails d'initiés. Afin de prévenir ce type de distorsions, l'offrant annonce parfois son offre préalablement à sa publication (let. a). L'ordonnance règle les détails. Elle pourra en outre prévoir l'obligation d'annoncer l'offre préalablement dans certaines conditions.

Le prospectus que doit publier l'offrant indiquera notamment son identité et celle des personnes agissant de concert avec lui, les titres visés par l'offre, le prix offert, la durée et les conditions de l'offre ainsi que les titres de participation que détient déjà l'offrant. Le Conseil fédéral édictera des dispositions sur les conditions auxquelles une offre peut être subordonnée (let. b).

Les règles de loyauté (let. c) comprennent le principe de l'égalité de traitement des détenteurs de titres de la même catégorie. Elles précisent aussi les modifications susceptibles d'être apportées à l'offre. Elles peuvent se traduire par un relèvement du cours offert ou par l'abandon des conditions auxquelles l'offre est soumise pour autant qu'elles se fassent exclusivement à l'avantage des actionnaires. Il découle également des règles de loyauté qu'une offre ne peut être révoquée que dans des cas exceptionnels qui seront définis par l'ordonnance. Citons par exemple l'adoption par la société visée de mesures de défense contre la prise de contrôle ou la présentation d'une offre concurrente.

L'ordonnance réglera en outre le contrôle de l'offre par un réviseur (let. d), le délai de l'offre et sa prolongation, les conditions de sa révocation et de sa modification (let. e) et l'action de concert avec des tiers (let. f).

25.6 Devoirs de la société visée (art. 27)

Le conseil d'administration de la société visée fait clairement connaître aux détenteurs de titres sa position quant à l'offre présentée, par la voie d'un rapport. Celui-ci doit être disponible dans un délai suffisant avant l'expiration de l'offre pour que les actionnaires puissent en prendre connaissance et se déterminer en conséquence. Les informations données par la société visée et par les personnes agissant de concert avec elle doivent être exactes et complètes.

Les sociétés prennent parfois certaines «mesures de défense», destinées à empêcher une offre publique d'acquisition «inamicale», c'est-à-dire une offre qui n'aurait pas reçu leur accord préalable. En Suisse, la mesure la plus répandue consiste à émettre des actions nominatives «liées», dont le transfert n'est validé qu'après l'agrément du conseil d'administration. Une autre mesure consiste à organiser un syndicat d'actionnaires groupant une majorité ferme ou une forte minorité. La société peut prévoir dans ses statuts des règles spéciales de quorum ou de majorité qualifiée pour certaines décisions. Elle peut mettre au point un système permettant, lors d'une offre publique d'acquisition, l'exercice de droits

d'option sur les actions au profit d'actionnaires «fidèles» ou de tous les actionnaires autres que l'offrant. Elle peut organiser des accords de vote ad hoc, certains actionnaires s'engageant à voter conformément aux instructions du conseil d'administration lors d'une offre publique d'acquisition inamicale. Enfin, la société peut, par des accords conclus avec ses dirigeants ou avec des tiers, faire en sorte qu'une OPA inamicale déclenche certaines opérations économiques rendant l'acquisition de la société inintéressante pour l'offrant («poison pills»).

On peut se demander si les mesures de défense doivent toutes être prises par l'assemblée générale ou si elles peuvent être valablement prises par le conseil d'administration dans le cadre de ses pouvoirs légaux (ou en vertu d'une autorisation donnée par l'assemblée générale). Les directeurs et les administrateurs d'une société visée par une offre publique d'acquisition ne sont pas toujours en mesure de prendre leur décision dans l'intérêt exclusif de la société et de ses actionnaires, dès lors qu'ils ont souvent un intérêt à empêcher une offre publique d'acquisition inamicale. C'est pourquoi la LBVM part du principe (2^e al.) que pour éviter ce conflit d'intérêts, les mesures de défense doivent être prises, en principe, par l'assemblée générale, même lorsque le conseil d'administration serait en principe compétent conformément au droit de la société anonyme, pour prendre la décision qui s'impose.

L'assemblée générale et le conseil d'administration conservent leurs compétences habituelles avant la publication d'une offre. Par conséquent, le conseil d'administration pourra librement prendre toutes les mesures de défense avant la présentation d'une offre. En revanche, dès la publication d'une offre publique d'acquisition et jusqu'à celle de son résultat, il n'est plus compétent pour adopter ou exécuter certaines mesures de défense énumérées exhaustivement dans la LBVM, même s'il en a reçu préalablement l'autorisation de l'assemblée générale. Le conseil d'administration ne peut alors que convoquer l'assemblée générale, pour que celle-ci arrête elle-même les mesures de défense qu'elle estime appropriées, compte tenu des avantages et des inconvénients d'une offre donnée.

Cette clause s'appuie sur le constat que les actionnaires ne sont pas en mesure d'autoriser à l'avance une mesure de défense contre une offre éventuelle dont ils ne connaissent pas le contenu. Il n'est pas aisé de planifier des mesures de défense in abstracto. Cette réglementation est conforme à la version actuelle de l'article 8 de la proposition de directive des CE.

L'ordonnance réglera les modalités concernant le contenu et la publication du rapport du conseil d'administration de la société visée ainsi que les mesures de défense (3^e al.).

25.7 Offre concurrente (art. 28)

En cas d'offre concurrente, c'est-à-dire lorsqu'une ou plusieurs offres sont présentées avant l'expiration de l'offre initiale, les destinataires des différentes offres doivent pouvoir les comparer pour fixer leur choix (1^{er} al.). L'ordonnance devra concrétiser les règles applicables aux offres concurrentes et régler les effets de celles-ci sur la première offre (2^e al.). Elle déterminera également si le conseil

d'administration de la société visée peut favoriser une offre par rapport à une autre, et dans quelle mesure.

La présentation d'une offre concurrente est susceptible de modifier fondamentalement la situation sur laquelle la première offre est fondée. Il convient par conséquent de permettre à l'offrant initial de retirer son offre. Si l'offre initiale est maintenue, il faut permettre aux personnes qui ont accepté la première offre de revenir sur leur décision afin de pouvoir bénéficier de l'offre concurrente.

25.8 Obligation de déclarer (art. 29)

L'obligation de déclarer les participations importantes selon l'article 20 LBVM, a pour but d'assurer une meilleure transparence du marché. En revanche, l'obligation de déclarer au sens de l'article 29, 1^{er} alinéa, vise à ce que l'autorité de surveillance et les bourses où les actions sont traitées aient à tout moment, pendant la durée de l'offre, connaissance des opérations effectuées sur des titres de participation de la société visée (ou de l'offrant en cas d'offre publique d'échange) par des personnes détenant une participation significative dans celle-ci. Cette disposition a pour but de contribuer à la surveillance du marché, notamment pour prévenir des manipulations de cours et pour assurer l'égalité de traitement des actionnaires.

Conformément à l'article 20 LBVM, et à la proposition de directive des CE, le seuil déterminant l'obligation de déclarer est fixé à 5 pour cent. Un groupe d'actionnaires formés d'une façon durable doit satisfaire à cette obligation collectivement (2^e al.). Les transferts d'actions à l'intérieur du groupe ne sont pas visés. Il est tenu compte ainsi de la situation spéciale des sociétés familiales qui sont nombreuses en Suisse.

Selon la proposition de directive des CE, sont aussi soumises à l'obligation de déclarer toutes les personnes qui, bien que possédant moins de 5 pour cent des droits de vote de la société visée, acquièrent pendant l'offre au moins 0,5 pour cent des droits de vote de celle-ci. Par conséquent, le 3^e alinéa, LBVM, autorise le Conseil fédéral à soumettre à la même obligation les personnes qui, pendant la durée de l'offre, acquièrent un certain pourcentage des titres de participation de la société visée. Cette limite sera fixée par l'ordonnance.

Les bourses et la société concernées sont tenues de collaborer (4^e al.) avec l'autorité de surveillance et de l'informer si elles présument qu'un actionnaire n'a pas respecté l'obligation de déclarer.

L'ordonnance précisera notamment le contenu de la déclaration et le délai dans lequel elle doit être faite à l'autorité de surveillance et aux bourses, ainsi que le pourcentage déterminant pour l'application du 3^e alinéa (5^e al.).

25.9 Obligation de présenter une offre (art. 30)

Celui qui acquiert le contrôle d'une société cotée en bourse, qui s'est soumise aux dispositions de la LBVM concernant les offres publiques d'acquisition et dont les

titres de participation sont cotés dans le segment réservé à cet effet, doit présenter à tous les détenteurs de titres une offre d'acquisition de leurs actions (1^{er} al.). Ce principe est admis depuis des décennies au Royaume-Uni et il est aussi prévu dans la proposition de directive des CE. Cette disposition permet aux actionnaires minoritaires de se protéger contre la prise de contrôle de leur société par un nouveau groupe majoritaire, qui pourrait donner une autre orientation à la politique de la société. De plus, celui qui vend une participation dominante vend aussi indirectement et économiquement l'entreprise elle-même, même si juridiquement la vente ne porte que sur ses propres titres de participation. Les actionnaires minoritaires doivent pouvoir se joindre à lui. Celui qui obtient le contrôle d'une société en acquérant même exclusivement des titres non traités en bourse a également l'obligation de présenter une offre sur tous les titres de participation traités en bourse.

S'agissant des grandes sociétés, dont les titres de participation sont traités en bourse, une position dominante peut déjà être acquise avec moins de 50 pour cent des droits de vote. Au Royaume-Uni, le seuil de contrôle est fixé à 30 pour cent, dans la proposition de directive des CE, il est prévu à 33⅓ pour cent. La LBVM retient également ce dernier pourcentage, seuil à partir duquel une offre doit être faite pour tous les titres de participation de la société visée, cotés à la bourse.

L'autorité de surveillance peut exempter ceux qui procèdent à des transferts de droits de vote au sein d'un groupe organisé de l'obligation de présenter une offre. En l'espèce, cette obligation s'applique collectivement au groupe (2^e al.). Cette formule tient compte des préoccupations des sociétés familiales. Si une famille détient déjà en tout plus de 33 ⅓ pour cent des droits de vote et qu'un membre de la famille acquiert une participation d'un autre membre de la famille ou d'un tiers et qu'ainsi il dépasse personnellement le seuil de 33 ⅓ pour cent, il n'est pas tenu de présenter une offre publique. Dans ce cas, le petit actionnaire n'a pas le sentiment d'avoir affaire à un changement dans le contrôle de la société. Pour prévenir d'éventuels abus, l'exemption de présenter une offre ne s'appliquera qu'aux groupes constitués depuis un certain temps déjà ou aux entreprises familiales. On évitera ainsi que des «groupes» ne se forment pour une brève durée juste en vue d'acquérir une société au mépris des droits des actionnaires minoritaires.

Pour que cette réglementation soit conforme aux réalités économiques, il convient d'imposer à l'offrant un prix minimum à payer. Au Royaume-Uni, pour garantir aux actionnaires minoritaires une véritable égalité de traitement, une offre doit être présentée au prix le plus élevé qui a été payé pour les actions de la société visée au cours des douze mois précédents. Mais la vente d'une participation dominante ne peut être assimilée à la vente de quelques actions isolées. Économiquement, la valeur d'une participation dominante est supérieure à la valeur des mêmes actions isolées. La LBVM tient compte de ce fait en prescrivant que le prix offert doit être au moins égal au cours payé en bourse et, en outre, qu'il ne doit pas être inférieur de plus de 25 pour cent au prix le plus élevé payé par l'offrant lors des douze derniers mois pour des titres de participation de la société visée (3^e al.).

Cette ingérence dans la libre formation des prix s'impose absolument pour garantir une application efficace des dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition. La fixation d'un prix minimum est une condition capitale de cette

réglementation car c'est le seul moyen de protéger les actionnaires minoritaires des offres publiques d'acquisition «déloyales», par exemple de celles qui offrent des cours visiblement sous-évalués. En règle générale, les cours des titres progressent suite à la prise de contrôle d'une société pour retomber ensuite au préjudice des actionnaires minoritaires. Ces derniers doivent être en mesure de vendre leurs titres au moins au cours payé en bourse. Si l'offrant a payé durant les douze derniers mois un cours plus élevé pour les titres de participation de la société visée, il peut déduire une prime qui se justifie pour le droit de contrôle. Cette procédure permet de tenir compte de la valeur d'une participation dominante. Le prix offert par le repreneur ne peut être inférieur de plus de 25 pour cent au cours le plus élevé payé durant les douze derniers mois. Cette atteinte à la libre formation des prix, qui vise à protéger l'investisseur minoritaire, se justifie; par ailleurs, elle est conforme à la constitution (concernant la constitutionnalité, cf. ch. 6 ci-après).

L'ordonnance précisera les modalités de calcul du prix lorsque le montant payé pour l'acquisition de la participation dominante tient compte d'autres éléments que le prix des actions cédées (notamment l'octroi de garanties ou la reprise d'autres actifs par le cédant). Lorsque la société a émis plusieurs titres de participation (ou lorsque la domination a été acquise indirectement, par l'intermédiaire d'une société holding), il n'est pas possible de prévoir une règle précise concernant le prix de l'offre. Ce prix devra être dans un rapport raisonnable avec le prix payé pour l'acquisition de la participation dominante (4° al.). Le «rapport raisonnable» sera précisé dans l'ordonnance et sera vérifié dans les cas d'espèce par l'autorité de surveillance.

L'ordonnance réglera l'obligation de présenter une offre et prévoira des dérogations (5° al.). Dans certains cas, l'obligation de présenter une offre pourrait conduire à des résultats excessifs ou inéquitables, par exemple lorsque l'acquisition de la domination résulte d'une succession ou d'une autre transmission à titre gratuit (donation, liquidation d'un régime matrimonial).

Comme sanction, le juge civil peut, à la demande de l'autorité de surveillance, de la société visée ou d'un de ses actionnaires, suspendre tous les droits de vote de celui qui viole son obligation de présenter une offre publique d'acquisition (6° al.). Il s'agit d'une mesure prise à titre provisoire, qui sera valable jusqu'à ce que l'offre soit présentée. Afin que la sanction n'ait pas pour effet de paralyser la société concernée, le juge pourra répartir des droits de vote suspendus entre les autres actionnaires.

25.10 Annulation des titres restants (art. 31)

On constate parfois après une offre publique d'acquisition que quelques actionnaires conservent leurs actions sans intérêt économique réel, par chicane ou dans le but de faire pression sur la société. Dans une telle situation, l'intérêt qu'a l'offrant à détenir 100 pour cent du capital dépasse celui qu'ont les actionnaires minoritaires à conserver leurs actions. Pour cette raison, l'offrant qui détient plus de 98 pour cent des droits de vote de la société visée pourra contraindre les

actionnaires minoritaires restants à se faire racheter leurs actions au prix de l'offre publique effectuée auparavant (1^{er} al.).

En l'occurrence, la société émet à nouveau ces titres et les remet à l'offrant, contre le paiement du montant de l'offre, en faveur des propriétaires des titres annulés (2^e al.).

On justifiera l'atteinte portée au droit de propriété au travers de cette clause par l'intérêt évident qu'a le repreneur à posséder 100 pour cent des droits de vote. Son intérêt a plus de poids que celui de l'actionnaire minoritaire. L'annulation des titres ne constitue pas une expropriation; elle ne contrevient pas à la constitution.

26 Autorité de surveillance

261 Organisation (art. 32)

L'autorité de surveillance sera la Commission fédérale des banques et des bourses (CFBB) dont l'organisation sera réglée par la loi sur les banques. Elle comprendra sept à onze membres experts. Outre les tâches actuelles, la CFBB se verra confier le soin de surveiller les bourses, les négociants, la publicité des participations importantes et les offres publiques d'acquisition.

La banque universelle étant largement répandue en Suisse, il ne paraît pas opportun de soumettre les banques et les négociants à deux surveillances distinctes. En effet, la plupart des négociants sont des banques, si bien qu'ils sont déjà soumis à la surveillance de la CFB. Toutefois, vu que la surveillance des bourses, de la publicité des participations dans les sociétés cotées et des offres publiques d'acquisition se différencie de celle qui s'applique aux banques, la CFBB pourra être constituée de plusieurs chambres. Au cas où une chambre des banques et une chambre des bourses devraient voir le jour, elles seront appelées à collaborer étroitement dans le cadre de la surveillance des multiples acteurs financiers.

Pour qu'elle soit en mesure d'accomplir efficacement ses tâches exigeantes, il conviendra de doter l'autorité de surveillance des compétences appropriées, comme les autorités de surveillance étrangères telles que la SEC, le SIB ou la COB.

En cas d'urgence particulière, le président sera habilité, au nom de la commission, à intervenir avec l'appui du directeur du secrétariat. Certaines opérations boursières, offres publiques d'acquisition ou obligations internationales d'informer pourraient justifier en effet des mesures urgentes. Les compétences du président, des vice-présidents, de la commission, des chambres et du directeur du secrétariat seront réglées en détail par le règlement de la CFBB qui sera soumis à l'agrément du Conseil fédéral. On disposera ainsi de la souplesse nécessaire pour procéder à des changements sur le plan de l'organisation (cf. à ce sujet le ch. 2.10.3, révision de la loi sur les banques). Par conséquent, certains détails seront réglés par le Conseil fédéral, par voie d'ordonnance.

Pour éviter tout conflit d'intérêts, ni les présidents, les vice-présidents, les délégués ou les membres du comité du conseil d'administration d'une banque,

d'une bourse ou d'un négociant, ni les membres de la direction de tels établissements, de la direction d'un fonds de placement ou d'un réviseur agréé ne seront éligibles aux chambres de la CFBB.

La CFBB présentera au Conseil fédéral un rapport annuel sur son activité. Les frais et ceux du secrétariat seront couverts par des émoluments. Pour le reste, le Conseil fédéral édictera les dispositions nécessaires par voie d'ordonnance.

262 **Tâches** (art. 33)

La CFBB prend les décisions nécessaires à l'application de la loi et de ses dispositions d'exécution et veille au respect des prescriptions légales et réglementaires (1^{er} al.).

Il sera difficile de contrôler si l'obligation de déclarer et les dispositions d'exécution applicables à la publicité des participations dans les sociétés cotées en bourse sont respectées notamment au niveau du premier seuil (5 %) qui détermine l'obligation de déclarer les actions au porteur. Une fois ce premier seuil franchi, la tâche de l'autorité de surveillance devrait être facilitée par le fait qu'elle pourra observer – en étroite collaboration avec la bourse et les sociétés concernées – le développement des prises de participation. Les sociétés auront donc un rôle important à jouer en observant de près l'évolution de la composition de leur actionnariat, ce qui leur donnera un tableau précis des rapports de force.

Dans le cadre de la surveillance des offres publiques d'acquisition, la CFBB veillera notamment à la conformité du prospectus de l'offre aux dispositions légales. Ce faisant, elle pourra se fonder sur le rapport du réviseur. Le cas échéant, l'autorité de surveillance interdira l'offre qui n'est pas conforme à la LBVM ou à l'ordonnance. En outre, elle s'assurera que la société visée remplit ses obligations et contrôlera que les informations données dans son rapport par le conseil d'administration de la société visée sont sincères et complètes. Il appartient aussi à l'autorité de surveillance de veiller que l'obligation de présenter une offre soit respectée et de contrôler si le prix offert correspond aux exigences légales.

Pour exécuter sa tâche, la CFBB pourra exiger, conformément au 2^e alinéa, tous les documents et renseignements nécessaires. Cette quête d'informations, en particulier celles qui seront requises des bourses et des négociants, devra se faire en fonction du développement des opérations: systématiquement durant la phase d'élaboration de l'autorégulation (par ex. une fois par mois) et à intervalles plus espacés une fois le système mis en place et rodé (par ex. tous les six mois). En cas d'événements particuliers, les bourses et les négociants en aviseront rapidement l'autorité de surveillance. Les problèmes soulevés par l'interprétation de la LBVM peuvent être exposés en tout temps.

L'obligation d'informer s'applique également aux personnes et aux sociétés soumises à la surveillance, soit aux bourses et aux négociants et à ceux qui détiennent une participation prépondérante dans leur capital, aux réviseurs, aux personnes et aux sociétés soumises à l'obligation de déclarer, aux auteurs d'offres publiques d'acquisition et aux sociétés visées. Ce droit d'exiger toutes les informations d'importance est une pièce maîtresse de la coopération internationale entre

autorités de surveillance. Selon l'article 36 LBVM, l'entraide internationale figure également parmi les tâches de la CFBB.

Lorsque la commission apprend que des infractions aux prescriptions légales ou d'autres irrégularités ont été commises, elle veille au rétablissement de l'ordre légal et à la suppression des irrégularités (3^e al.). Afin d'assurer les actifs et de garantir l'égalité de traitement des créanciers, elle peut, pour une courte durée, suspendre tous les actes et les paiements d'un négociant ou les versements qui lui sont faits afin d'empêcher que de nouveaux créanciers ne soient lésés ou que le préjudice des créanciers en cause ne prenne de plus grandes proportions. Cette procédure permettra temporairement d'anticiper les conséquences d'une faillite. Néanmoins, après cette période transitoire, cette interdiction sera relayée par la procédure civile qui pourrait être engagée, par exemple, par le liquidateur mis en place en cas de retrait de l'autorisation. Le bien-fondé d'une procédure administrative expéditive s'est vérifié dans diverses affaires bancaires. En outre, pour garantir la loyauté des marchés, l'autorité de surveillance pourra interdire, pour une durée indéterminée ou provisoirement, de pratiquer le commerce des valeurs mobilières aux collaborateurs d'un négociant qui ont violé gravement la loi, les prescriptions d'exécution ou les règlements internes.

Selon les 4^e et 5^e alinéas, la CFBB est habilitée à faire respecter ses décisions comme le prévoit également la surveillance sur les banques. Le cas échéant, elle pourra faire appliquer elle-même les mesures qu'elles a prescrites, aux frais de la personne ou de la société en demeure, ou publier une décision en cas de refus d'obtempérer.

Le 6^e alinéa règle l'entraide entre l'autorité de surveillance et les autorités de poursuite pénale de la Confédération et des cantons.

263 Retrait de l'autorisation

(art. 34)

La mesure la plus dure consiste à retirer l'autorisation d'exploiter à une bourse ou à un négociant qui ne remplit plus les conditions requises ou qui viole gravement les obligations de la LBVM ou ses prescriptions internes. Dans certaines circonstances, la CFBB peut, conformément au principe de la proportionnalité, ne retirer que partiellement l'autorisation (par ex. en interdisant le négoce de certains titres).

Le 2^e alinéa règle les effets du retrait de l'autorisation par analogie avec la loi sur les banques. S'agissant des personnes morales, des sociétés en nom collectif et des sociétés en commandite, le retrait se traduit par la dissolution et par la radiation du registre du commerce en ce qui concerne les raisons individuelles.

Aux fins de garantir la loyauté sur les marchés, l'autorité de surveillance pourra, selon le 3^e alinéa, interdire, provisoirement ou pour une durée indéterminée, de pratiquer le commerce des valeurs mobilières aux collaborateurs d'un négociant qui ont gravement violé la loi ou les prescriptions internes.

27 Relations internationales

271 Admission des bourses et des négociants étrangers (art. 35)

Dans un contexte international marqué par une concurrence accrue et une tendance à la libéralisation des marchés, la Suisse doit être en mesure de garantir un degré d'ouverture suffisant afin d'éviter de s'exposer à des risques de discrimination. Il est dans l'intérêt de la Suisse que d'autoriser l'accès de ses marchés aux étrangers, comme les bourses et les négociants suisses doivent avoir accès aux marchés étrangers selon le principe de la réciprocité. Une interprétation élargie de ce principe devrait ouvrir les marchés étrangers aux ressortissants suisses et leur permettre, pratiquement et juridiquement, d'exercer des activités sur une grande échelle. Notons au demeurant que les banques et les négociants sont soumis à la même procédure d'autorisation.

La formulation des conditions de réciprocité confère à l'autorité de surveillance une certaine marge d'appréciation qui lui permettra de prendre en considération dans une large mesure les intérêts de la Suisse. L'admission peut être refusée à des bourses ou à des négociants étrangers si les Etats où se trouvent leur siège ne garantissent pas aux bourses suisses un véritable accès au marché et les mêmes conditions de concurrence. Cette exigence en matière de réciprocité s'applique à la création d'une bourse étrangère et à l'activité des négociants étrangers en Suisse. Les conditions régissant l'admission à une bourse seront cependant définies dans le cadre de l'autorégulation. Notons enfin que le droit de faire valoir une exigence de réciprocité sera réservé exclusivement à l'autorité de surveillance et non pas aux bourses.

Cette règle correspond au régime choisi par les CE sur le plan de leurs relations avec des pays tiers (critère de l'accès suffisant au marché). Les obligations de la Suisse résultant de traités internationaux sont réservées.

272 Entraide internationale (art. 36)

L'internationalisation progressive des marchés financiers et le développement rapide des transactions au niveau international impliquent une coopération accrue entre les autorités de surveillance. Celles-ci pourront en principe échanger des informations entre elles (1^{er} et 2^e al.). La transmission d'informations est discrétionnaire. En d'autres termes, les autorités étrangères n'ont pas droit aux informations, à moins qu'un traité international n'en dispose autrement.

La transmission d'informations est soumise à des conditions strictes, conformément au 2^e alinéa. L'information transmise aux autorités étrangères doit être utilisée exclusivement en vue de la surveillance directe des bourses et des négociants. Les autorités étrangères de surveillance doivent être liées par le secret de fonction ou le secret professionnel. Les informations reçues ne pourront être transmises à des tiers qu'avec l'assentiment préalable de l'autorité de surveillance ou sur la base d'une autorisation générale prévue par un traité international.

L'utilisation d'informations dans une procédure pénale est régie par les dispositions applicables à l'entraide judiciaire en matière pénale. En l'occurrence, les autorités pénales étrangères seront tenues de suivre la procédure relative à l'entraide judiciaire, ce qui permettra d'éviter que celle-ci ne soit violée par le biais de l'assistance administrative. Dans ces cas, l'autorité de surveillance sollicitera par conséquent l'avis de l'Office fédéral de la police (3^e al.), compétent en matière d'entraide judiciaire sur le plan pénal.

Lorsque les informations requises par l'autorité de surveillance concernent des clients de négociants, c'est la procédure administrative qui s'applique conformément au 4^e alinéa. Ces informations sont frappées du secret professionnel ou du secret bancaire. La décision autorisant la remise d'informations pourra être attaquée. Les informations ne pourront être livrées sans le consentement des intéressés que sous la forme d'une décision notifiée par écrit et susceptible d'être déferée par un recours de droit administratif au Tribunal fédéral. On pourra certes renoncer à entendre préalablement les intéressés et décréter une exécution immédiate de la décision en décidant de ne prévoir aucun effet suspensif des éventuels recours, conformément à l'article 55, 2^e alinéa, de la loi fédérale sur la procédure administrative. Mais cette procédure ne pourra se justifier que dans des cas exceptionnels qui menaceraient sérieusement la protection des investisseurs ou du système. La protection juridique des intéressés sera assurée de la sorte sans que le secret bancaire n'en soit affecté dans une trop large mesure.

Pour que les autorités de surveillance puissent collaborer de manière efficace notamment dans le domaine de la lutte contre les délits d'initiés, les manipulations de cours ou le blanchissage d'argent sale, il convient de se donner les moyens d'échanger les informations rapidement. En effet, tout laisse à penser que l'autorité suisse de surveillance sera soumise à une certaine pression de la part des autorités étrangères pour que les informations soient livrées dans les meilleurs délais. La procédure administrative applicable à la transmission d'informations relatives à des clients pourra être menée à terme rapidement si l'on supprime, par exemple, l'effet suspensif lié aux recours ou si l'on réduit le délai de recours. Ce serait aller trop loin que d'exiger l'application de la procédure administrative dans le cadre de l'assistance administrative relative aux instituts, laquelle ne touche que les bourses et les négociants. L'entraide doit aussi se dérouler oralement, sans formalisme ni obstacles de nature administrative.

Dans des cas particuliers, la CFBB peut autoriser des autorités étrangères de surveillance à procéder à des enquêtes nécessaires à l'accomplissement de leur tâche de surveillance auprès de succursales suisses de négociants ou de bourses étrangers (5^e al.).

Le 6^e alinéa autorise par ailleurs le Conseil fédéral à conclure des traités internationaux en vue de créer une zone de coopération étroite dans certains domaines. Ces traités de coopération permettront de régler des détails importants. Bien entendu, les parties contractantes devront satisfaire aux conditions prévues au 2^e alinéa. Les principes de la spécialité, de la confidentialité et de la proportionnalité devront également être respectés, ce qui permettra de prévenir des violations de l'interdiction de rechercher des renseignements (par le canal de ce qu'il est convenu d'appeler des «fishing expeditions»). Ces traités ne couvrent pas la transmission de moyens de preuve. Vu que l'entraide internationale en

matière pénale est réservée, il est ainsi garanti que ces informations ne pourront être utilisées par les autorités étrangères dans des enquêtes fiscales. Dans ce domaine, une zone de coopération pourrait être établie avec des pays comme les Etats-Unis, la Grande-Bretagne ou la France.

28 Voies de droit (art. 37)

Les bourses statuent par voie de décision sur les cas d'admission et d'exclusion de membres ou sur l'admission de valeurs mobilières au marché des titres. Les décisions des bourses peuvent être déférées auprès de l'autorité de surveillance (1^{er} al.).

Les décisions administratives et les décisions rendues sur recours de l'autorité de surveillance peuvent être déférées au Tribunal fédéral (2^e al.). On a renoncé à créer une commission de recours spéciale si ce n'est pour les décisions rendues en matière d'offre publique d'acquisition (cf. 3^e al.).

Le 3^e alinéa prévoit que les décisions rendues par l'autorité de surveillance dans les cas d'offre publique d'acquisition peuvent faire l'objet d'un recours, dans les trois jours, devant la commission de recours en matière d'offre publique d'acquisition.

La commission précitée sera composée, selon l'article 71b de la loi fédérale sur la procédure administrative, de sept juges au maximum nommés par le Conseil fédéral. En étoffant cette commission à sept membres au plus, on s'assure qu'elle sera en mesure de prendre ses décisions à tout moment et en temps utile au regard de l'urgence des causes et selon un quorum qui devra être fixé par le Conseil fédéral.

La commission de recours statuera définitivement dans les délais les plus brefs (4^e al.). Pour tenir compte de la situation particulière des offres publiques d'acquisition, elle pourra notifier ses décisions oralement. Les délais qui prévaudront en la matière supposent un régime des plus souples que la procédure usuelle de recours ne saurait garantir. Le projet de directive de la Commission de la CE prévoit qu'en règle générale une offre devra être admise dans un délai allant de quatre semaines au moins à dix semaines au plus.

29 Dispositions pénales

Le principe de proportionnalité exige que les sanctions pénales ne soient prévues que pour les cas où des sanctions civiles ou administratives ne seraient pas suffisantes. Pour ce motif, la LBVM ne prévoit de sanctions pénales que pour les cas d'activité sans autorisation d'une bourse ou d'un négociant, de violation des obligations de déclarer, de violation des devoirs incombant à la société visée et de violation du secret professionnel. Le délit de manipulation de cours sera introduit dans le code pénal (art. 161^{bis}). Au demeurant, les mesures administratives suffiront ou se prêteront même mieux à l'application des dispositions de la loi.

291 Exercice d'une activité sans autorisation (art. 38)

Celui qui exerce une activité sans autorisation n'est logiquement pas directement soumis au contrôle d'une autorité. Par conséquent, la répression des contraventions ne peut pas être confiée à une autorité de surveillance. Une disposition pénale est donc indispensable. La sanction pénale est, selon le 1^{er} alinéa, l'amende s'élevant au maximum à 200 000 ou 100 000 francs en cas de négligence (2^e al.). Il est vrai que des amendes plus élevées devraient être prévues pour les personnes morales. Il conviendra de régler cette question de manière générale à la faveur d'une révision du droit pénal administratif.

Par analogie avec l'article 46 de la loi sur les banques, la LBVM prévoit également de punir l'exercice d'une activité sans autorisation par négligence (2^e al.). L'opportunité de punir la négligence est controversée. Le principe de l'autolimitation du droit pénal pourrait inciter en effet à renoncer à prévoir une sanction pénale en cas de négligence car il ne s'agit pas de protéger ici des biens juridiques essentiels. En définitive, il est proposé de ne punir la négligence que pour l'exercice sans autorisation de l'activité de négociant. Celui qui sait que son activité est soumise à autorisation agira toujours au moins avec dol éventuel. On peut donc se demander si une sanction pénale est justifiée dans le cas du négociant agissant par simple négligence. Une telle sanction a cependant été prévue dans ce cas pour tenir compte des buts de protection de la loi.

L'autorité de surveillance pourra, en application de l'article 33 de la LBVM, prendre des mesures administratives lorsqu'elle apprend qu'une bourse ou un négociant exerce une activité sans autorisation.

292 Violation des obligations de déclarer (art. 39)

Pour être dissuasive, il faut que l'amende prévue en cas de violation des obligations de déclarer soit fixée à un montant élevé. Celui qui désire acquérir une participation importante dans une société a tout intérêt à ce que la transaction se fasse secrètement pour éviter une hausse du cours des actions. Le paiement d'une amende conventionnelle de l'ordre de 100 000 francs représenterait en l'occurrence une somme négligeable. Par conséquent, la loi (2^e al.) prévoit une amende qui pourra atteindre le double du prix des valeurs mobilières acquises ou aliénées si l'obligation de déclarer n'a pas été respectée. Le montant de l'amende dépend donc du montant de la transaction grâce à laquelle la participation atteint un seuil, le dépasse ou tombe en-dessous.

Outre l'amende, d'autres sanctions sont envisageables comme la suspension du droit de vote. Plusieurs pays la connaissent sous des formes plus ou moins sévères. Alors que certains Etats limitent cette sanction aux titres qui auraient dû être déclarés, d'autres l'appliquent à tous les titres détenus directement ou indirectement par l'auteur de la violation. Quelques législations nationales prévoient une suspension du droit de vote rétroactive. Enfin, dans certains Etats, la suspension a effet plusieurs années après la cessation de l'infraction. En général, la sanction est

prononcée par un juge à la demande des autorités compétentes. Toutefois, on pourrait également envisager qu'elle soit prise directement par l'autorité compétente sous la forme d'une décision administrative sujette à recours. La LBVM ne prévoit pas cette possibilité car elle pourrait compromettre la négociabilité des titres. Relevons, par ailleurs, que personne n'a retenu la suspension du droit de vote comme sanction lors de la procédure de consultation.

Aux fins d'améliorer la transparence, l'article 15, 4^e alinéa, soumet à l'obligation de communiquer des informations sur les transactions les personnes et les sociétés qui achètent et vendent des valeurs mobilières sans le concours d'un négociant. Toute violation de cette obligation sera punie de l'amende jusqu'à concurrence de 50 000 francs (3^e al.).

293 Violation des devoirs de la société visée (art. 40)

Eu égard aux buts de protection de la loi et à la nécessité d'infliger des sanctions correspondant aux devoirs, l'article 27, 1^{er} alinéa, LBVM, prévoit que celui qui aura violé intentionnellement une obligation lui incombant sera puni de l'amende jusqu'à concurrence de 200 000 francs, ou 100 000 en cas de négligence.

294 Violation du secret professionnel (art. 41)

Conformément au principe de l'autorégulation, la responsabilité d'un marché efficace et transparent incombe principalement aux organes de la bourse. Ces organes ne font pas partie d'une autorité et ne sont, de ce fait, pas liés par le secret de fonction au sens de l'article 320 CP. En raison de la position qu'ils occupent, les organes de la bourse ont cependant accès à des données confidentielles relatives à ses membres. Par conséquent, il est indispensable de soumettre les organes et les employés de la bourse à l'obligation du secret en ce qui concerne les informations qui leur sont confiées et d'assurer le respect de cette obligation au moyen de sanctions pénales. Puisque, dans le cadre de leurs enquêtes, les bourses peuvent aussi faire appel à des tiers qui n'ont aucun lien avec la bourse, il importe d'étendre l'obligation du secret professionnel aux mandataires des bourses (1^{er} al.).

L'obligation du secret n'est pas absolue. Les dispositions des législations fédérale et cantonales statuant une obligation de renseigner l'autorité et de témoigner en justice sont réservées (2^e al.). Conformément à la LBVM, de telles obligations existent en particulier à l'égard de l'autorité responsable de la surveillance des bourses et des négociants.

295 Poursuite pénale (art. 42)

La poursuite pénale des violations des articles 38 (activité sans autorisation), 39 (violation des obligations de déclarer) et 40 (violation des devoirs de la société

visée) LBVM est de la compétence du Département fédéral des finances (2^e al.). Dans tous les cas précités, l'autorité administrative paraît plus apte à prendre les mesures qui s'imposent que les autorités cantonales de poursuite pénale. En revanche, la poursuite pénale des violations de l'article 41 LBVM (violation du secret professionnel) incombe aux autorités cantonales pour des raisons de concordance avec des sanctions pénales similaires et compte tenu de la menace d'une peine privative de liberté (3^e al.). La même procédure s'appliquera aux violations de l'article 161^{bis} CP (manipulation de cours) comme c'est d'ailleurs déjà le cas des infractions à l'article 161 (délit d'initié).

2.10 Dispositions finales

2.10.1 Dispositions d'exécution (art. 43)

Le Conseil fédéral édicte les dispositions d'exécution de la LBVM.

2.10.2 Code pénal (art. 44); manipulations de cours

2.10.2.1 Biens juridiques protégés et but de la disposition pénale

En sanctionnant les manipulations de cours, la LBVM comble une lacune de la législation pénale actuelle. L'article 148 CP (escroquerie) ne s'applique pas en effet aux manipulations de cours et ce pour deux raisons au moins: il n'existe en effet pas de lien direct entre le manipulateur (de cours) et ses victimes, de même qu'il n'y a pas d'identité ou de correspondance entre l'enrichissement de l'un et le préjudice subi par les autres.

L'intégrité des places boursières fut le principal souci des Etats qui introduisirent des dispositions sanctionnant les manipulations de cours. Eu égard à la définition du bien juridique protégé, il faut relever la difficulté qu'il y a de délimiter le caractère admissible ou inadmissible d'une influence sur les cours. Ces difficultés font que seuls les cas évidents de manipulation de cours étant clairement punissables peuvent faire l'objet d'une sanction. Le bien juridique à protéger n'est pas le patrimoine des investisseurs mais en première ligne la confiance que placent ceux-ci dans l'intégrité et le fonctionnement correct et sans discriminations du marché des capitaux.

Vu la complexité des marchés financiers, l'élaboration d'une norme pénale se heurte toutefois à quelques obstacles qui relèvent soit de la théorie économique de la détermination d'un «juste» cours de bourse, soit de la difficulté de déterminer l'admissibilité ou la «non-admissibilité» d'une influence sur les cours. La manipulation a pour objet la modification d'un cours de bourse par rapport à son «juste» cours. La condition préalable à la répression de la manipulation est par conséquent la possibilité de déterminer le «juste» cours d'une valeur mobilière. D'un point de vue économique, la juste valeur d'un titre peut être définie comme la valeur résultant des achats et des ventes effectués par un participant au marché «honnête» et de bonne foi. En tant que résultat de l'offre et de la demande, le juste cours est une valeur hypothétique.

Il importe de ne pas interdire les transactions nécessaires (ou du moins tolérables) au bon fonctionnement d'une bourse mais qui pourraient tomber sous le coup d'une disposition pénale si elle était interprétée d'une manière extensive. Les transactions visant à stabiliser les cours de certains titres ou les opérations de soutien de cours, par exemple, ne devraient pas être punissables. Il est cependant extrêmement difficile d'évaluer la nécessité et l'admissibilité de telles transactions. La distinction entre opérations admissibles et inadmissibles de nature à influencer le cours des valeurs mobilières doit se faire finalement au moyen de critères objectifs et subjectifs. Parmi ceux-ci, l'«enrichissement illégitime» revêt une importance certaine puisqu'il empêche de punir les transactions qui se déroulent conformément aux dispositions du CO, de la LBVM ou de règles professionnelles reconnues.

2.10.2.2 Eléments constitutifs

La manipulation de cours peut être commise principalement de deux manières: soit en effectuant une transaction (achat/vente) sur le marché, soit en diffusant des informations trompeuses destinées à exercer une influence sur les cours ou de nature à le faire. S'agissant des manipulations opérées par le biais de transactions sur le marché, peu importe que les achats ou les ventes de valeurs mobilières cotées au sens de l'article 2, 1^{er} alinéa, LBVM, aient été conclus en bourse ou hors bourse, car les opérations fictives réalisées hors bourse ont également un effet sur le mécanisme de formation des cours de la bourse. On entend par information trompeuse, tout renseignement faux ou incomplet qui ne présente pas une description fidèle de la situation. Ce qui signifie par conséquent que la non divulgation d'informations est également punissable si l'obligation de déclarer a été violée. En ce qui concerne les transactions sur titres, le fait de traire des informations susceptibles d'influencer les cours, en dépit de l'obligation de déclarer les participations dans les sociétés cotées, est à mentionner particulièrement.

Au chapitre des transactions inadmissibles, on citera le «wash sales» (série de transactions donnant l'impression qu'un transfert de valeurs mobilières a eu lieu alors que finalement l'ayant droit économique n'a pas changé) et les «matched orders» (ordre d'achat donné d'une manière synchronisée et compensé par l'ordre de vente correspondant donné par un tiers complice). Alors que la notion d'information ne pose pas de problème particulier, il n'en va pas de même des fausses nouvelles et du silence conscient (rétention d'informations). La jurisprudence relative à l'article 148 CP pourrait, en principe, être appliquée sans trop de difficultés à cette nouvelle disposition. D'une part, une prévision ne remplira les caractéristiques d'une tromperie que si son auteur apparaît comme qualifié en raison d'informations privilégiées dont il dispose ou de sa position. D'autre part, le pur silence (contrairement au silence qualifié qui entre dans la notion de tromperie) ne peut être illégal que si une personne est soumise à une obligation légale particulière d'information, qui résulte de la loi, d'un contrat ou de certaines circonstances, par exemple «une relation contractuelle de longue durée qui implique un degré de confiance élevé».

Il est également possible de s'enrichir de façon illégitime par la manipulation de cours d'instruments dérivés, raison pour laquelle les dispositions applicables en la matière viseront aussi les marchés des dérivés des papiers-valeurs.

La notion «sciemment» exclut le dol éventuel, ce qui permet de renoncer à une poursuite pénale dans le cas de transactions boursières risquées ou de fausses informations dont les effets accessoires – mais non le but principal – pourraient causer des modifications du cours des valeurs mobilières traitées ou touchées. La punissabilité est limitée par la condition que l'intention de l'auteur soit de modifier artificiellement le cours des titres traités en bourse et de se procurer ainsi ou de procurer à un tiers un enrichissement illégitime.

2.10.3 Loi sur les banques

(art. 45)

Le Conseil fédéral nomme une «Commission fédérale des banques et des bourses» (CFBB) composée de sept à onze membres dont il désigne le président et le ou les vice-présidents. Cette commission aura pour tâche de surveiller les banques, les fonds de placement et les bourses de sa propre autorité. Elle sera assistée à cet effet d'un secrétariat permanent (1^{er} al.).

L'organisation et la gestion de la CFBB, qui pourra se scinder en plusieurs chambres, seront définies par un règlement soumis à l'assentiment du Conseil fédéral (2^e al.).

Le coût de la surveillance sera couvert par des émoluments qui seront versés par les bourses, les négociants et les auteurs d'offres publiques d'acquisition. Les détails seront réglés par le Conseil fédéral. Cette formule permettra à l'autorité de surveillance de percevoir d'autres émoluments en sus des émoluments de décision. Le montant de ces émoluments devra être fixé – de même que les montants requis pour la surveillance de banques – de manière à couvrir la totalité des frais de l'autorité de surveillance et de son secrétariat. Il n'est donc plus nécessaire de prévoir leur prise en charge par la Confédération.

Ne sont éligibles à la commission que des experts en matière bancaire et boursière. Ils ne peuvent cependant être présidents, vice-présidents, délégués ni membres du conseil d'administration d'une banque, de la direction d'un fonds de placement, d'une bourse, d'un négociant ou d'un réviseur agréé, ni membres de la direction de tels établissements (5^e al.). Avant toute chose, il faut s'assurer que les membres de la commission sont experts dans les domaines en question d'une part et qu'ils soient aptes à garantir l'indépendance de l'autorité de surveillance d'autre part.

2.10.4 Organisation judiciaire

(art. 46)

La mise en place d'une commission de recours spéciale – qui trancherait en dernier ressort – pour les offres publiques d'acquisition au sens de l'article 37 LBVM, implique une modification de l'article 100 de la loi fédérale d'organisation judiciaire.

2.10.5 Lois cantonales (art. 47)

Les dispositions cantonales seront abrogées d'une manière synchronisée avec les délais fixés à l'autorité de surveillance pour statuer sur l'octroi de l'autorisation des bourses (art. 48 LBVM) et des négociants (art. 49 LBVM). Seules les dispositions de droit cantonal qui limitent la création de nouvelles bourses sont immédiatement abrogées dès l'entrée en vigueur de la LBVM (1^{er} al.). Les dispositions de droit cantonal relatives aux bourses sont abrogées un an (3^e al.) après l'entrée en vigueur de la LBVM et celles qui s'appliquent aux négociants trois ans (4^e al.) après l'entrée en vigueur de ladite loi. Afin d'éviter un double assujettissement ou des conflits de compétence, les dispositions de droit cantonal relatives au commerce des valeurs mobilières ne sont plus applicables aux bourses et aux négociants qui ont déjà reçu une autorisation en vertu de la LBVM (2^e al.).

2.10.6 Dispositions transitoires pour les bourses (art. 48)

Les bourses existantes ont, dès l'entrée en vigueur de la LBVM, un délai de trois mois pour s'annoncer à l'autorité de surveillance et lui soumettre leurs règlements. La brièveté de ce délai s'explique par le faible nombre de bourses concernées (quatre bourses: Zurich, Genève, Bâle et la Soffex), dont les structures leur permettront d'effectuer les adaptations nécessaires dans le délai prévu. L'autorité de surveillance statue sur l'autorisation, en principe, dans un délai d'un an après l'entrée en vigueur de la LBVM. Ainsi, elle disposera de neuf à douze mois à partir de l'entrée en vigueur de la loi pour examiner les requêtes d'autorisation et statuer.

2.10.7 Dispositions transitoires pour les négociants (art. 49)

Les négociants existants ont, à partir de l'entrée en vigueur de la LBVM, un délai de trois mois pour s'annoncer à l'autorité de surveillance et un délai de deux ans pour se conformer aux exigences de la loi. L'autorité de surveillance pourra, dans des cas particuliers, prolonger ou raccourcir ce délai, ce qui lui permettra de disposer de la souplesse nécessaire si les circonstances l'exigent (1^{er} al.).

L'autorité de surveillance statue sur l'octroi de l'autorisation, en principe, dans un délai de trois ans après l'entrée en vigueur de la LBVM (2^e al.). Ce délai devrait lui permettre d'examiner à temps le nombre important de requêtes auxquelles il faut s'attendre. En outre, les requérants devraient être en mesure d'effectuer les adaptations nécessaires comme, par exemple, les modifications de leurs règlements internes ou l'engagement de personnel spécialisé.

Compte tenu des droits acquis des négociants étrangers ou dominés par des personnes domiciliées à l'étranger avant le 31 décembre 1992, le principe de la réciprocité au sens de l'article 35, LBVM, ne sera pas applicable («grand-fathering»).

2.10.8 Publicité des participations dans les sociétés cotées (art. 50)

Les participations importantes détenues dans une société anonyme ayant son siège en Suisse doivent être déclarées dans un délai de trois ans après l'entrée en vigueur de la LBVM à la société et aux bourses où les titres de participation sont traités. Les investisseurs qui désirent rester anonymes auront ainsi suffisamment de temps pour vendre leur participation par tranches et sans précipitation. Cette disposition correspond à la conception des CE. L'omission d'une telle disposition minerait fortement la signification et l'importance de l'obligation de déclarer au sens de l'article 20 LBVM.

2.10.9 Obligation de présenter une offre (art. 51)

Celui qui, à l'entrée en vigueur de la LBVM, détient plus de 33½ pour cent (mais moins de 50 %) des droits de vote d'une société visée doit présenter une offre s'il acquiert des actions lui faisant dépasser le seuil de 50 pour cent des droits de vote de cette société. C'est une solution équilibrée qui ne cause pas un trop grand préjudice aux intéressés sans toutefois leur conférer de privilège. Obliger tout actionnaire ou groupe d'actionnaires qui dispose de plus de 33½ pour cent des droits de vote d'une société de présenter une offre irait au-delà du but recherché. Il serait également inéquitable de permettre à ceux qui détiennent plus de 33½ pour cent des droits de vote d'une société au moment de l'entrée en vigueur de la LBVM d'augmenter leur participation sans jamais devoir présenter une offre.

2.10.10 Référendum et entrée en vigueur (art. 52)

La LBVM est sujette au référendum facultatif. Le Conseil fédéral fixe la date de l'entrée en vigueur.

3 Conséquences financières et effets sur l'état du personnel

31 Conséquences financières

Outre l'accroissement du nombre des membres de la CFBB, qui pourra osciller entre sept et onze membres, et de l'effectif du secrétariat (évalué à dix collaborateurs supplémentaires au maximum), la LBVM n'entraînera pas de charges pour la Confédération et les cantons. Les frais de surveillance seront couverts par les émoluments versés par les bourses et les négociants soumis à la surveillance et par les auteurs des offres publiques d'acquisition.

32 Effets sur l'état du personnel

De sept à neuf membres occupés à temps partiel qu'elle compte actuellement, la CFBB verra sa composition passer à un effectif de sept à onze membres. Aux

tâches actuelles de la commission viendront s'ajouter la surveillance des négociants et celle des bourses, des participations et des offres publiques d'acquisition; l'importance et le poids de ces nouvelles activités nécessiteront la création de quelque dix postes supplémentaires au sein du secrétariat de la CFBB. Il est difficile à l'heure actuelle d'estimer avec précision les besoins en personnel, si bien qu'il faudra peut-être adapter les effectifs après un certain temps.

Afin de pouvoir coopérer efficacement avec la CFBB et d'assurer les contacts qui s'imposent avec les autorités étrangères, le Département fédéral des finances devra être doté d'un poste supplémentaire (Administration des finances).

33 Autres incidences

Le présent projet aura des répercussions sur la place financière et particulièrement sur la place boursière suisse. Le remplacement des lois cantonales par une norme fédérale améliorera la transparence des transactions sur les titres, ce qui du même coup renforcera la compétitivité de la place financière suisse sur le plan international. Notre place financière est en effet en compétition avec des marchés étrangers qui offrent aux participants nationaux des conditions d'accès aisées grâce à des moyens de communication modernes. Certes, la compétitivité des bourses suisses de valeurs mobilières ne saurait être directement influencée par une loi de police économique. Néanmoins, une réglementation claire et une surveillance efficace, tenant compte des normes internationales, seront de nature à améliorer indirectement la capacité concurrentielle des bourses suisses.

Le marché suisse des titres devrait être en mesure d'exercer dans de meilleures conditions sa fonction d'alloueur de capitaux grâce à une législation moderne et efficace. La formation des cours se trouvera améliorée par une transparence accrue. Une place boursière performante offrira en outre aux entreprises des moyens attrayants de financement du capital propre. De surcroît, l'augmentation escomptée de la liquidité devrait permettre de neutraliser ou du moins d'atténuer les poussées brutales de cours vu que les ordres portant sur de gros montants pourront être plus facilement absorbés.

Notons par ailleurs que l'investisseur sera mieux protégé que par le passé contre les pratiques commerciales déloyales grâce à une meilleure transparence des transactions et aux moyens de reconstitution prévus pour ces dernières. Enfin, la LBVM contribuera, au travers de cette transparence améliorée, à lutter contre les délits d'initiés, les manipulations de cours et le blanchissage d'argent sale.

4 Programme de la législature

Le présent projet de loi est annoncé dans le programme de la législature 1991 à 1995 (FF 1992 III 1).

5 Rapports avec le droit international

C'est aux Etats-Unis que s'est développée en premier lieu, dès les années trente, une législation moderne dans le domaine des bourses et du commerce des valeurs

mobilières. La majorité des Etats disposant d'une place boursière importante à vocation internationale ont modernisé leur législation applicable aux bourses et aux services financiers durant les années quatre-vingt. Nous exposons succinctement ci-après le contenu des principales législations.

5.1 Communauté européenne

Les efforts de la CE visant à unifier les normes régissant les bourses et le commerce des valeurs mobilières se sont concrétisés ces dernières années seulement. Actuellement, la CE a déjà édicté des directives concernant la cotation des papiers-valeurs en bourse, le prospectus d'émission, le prospectus d'admission à la cote d'une bourse de valeurs, l'obligation, pour les sociétés cotées en bourse, de publier des rapports semestriels, l'obligation de déclarer les prises de participation importantes et les opérations d'initiés. Mentionnons également les projets de directive concernant les offres publiques d'acquisition, les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières et l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit. Pour l'heure, les règles relatives à la bourse elle-même ne font l'objet d'aucune directive ni d'aucun projet.

5.11 Admission à la cotation

La directive 79/279/CEE (y compris la modification 88/627) fixe de manière détaillée les conditions minimales d'admission des papiers-valeurs à la cote officielle. Elle contient des prescriptions sur les attributions des autorités de surveillance compétentes, sur la capitalisation minimale des titres cotés et sur les obligations que les émetteurs doivent respecter en matière d'information.

5.12 Etablissement du prospectus

La directive 80/390/CEE (y compris les modifications 87/345, 90/211 et la proposition de modification COM(92)566) règle les conditions de contrôle et de diffusion des prospectus à publier pour les émissions de titres émanant de sociétés cotées en bourse. La directive 89/298 règle la publication des informations à donner aux investisseurs lorsque des valeurs mobilières sont offertes pour la première fois au public, en bourse et hors bourse. Ces directives fixent les règles à observer quant à la publication d'informations sur les caractéristiques des valeurs mobilières offertes, la situation financière et les activités passées et futures des émetteurs. Elles prévoient également la conclusion de traités avec des pays tiers en vue d'étendre la reconnaissance des prospectus provenant de ces pays.

5.13 Information périodique devant être publiée par les sociétés cotées

La directive 82/121/CEE prescrit aux sociétés cotées dont les actions sont admises à la cote officielle de publier régulièrement des rapports semestriels afin que les

investisseurs puissent apprécier la situation financière et l'évolution générale des activités de ces sociétés.

5.14 Informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse

La directive 88/627/CEE pose le principe que les actionnaires aussi bien que les sociétés ont le devoir d'informer le public en cas de prise de participations dépassant des seuils qui s'échelonnent entre 10 et 75 pour cent.

5.15 Opérations d'initiés

La directive 89/592/CEE prescrit aux Etats d'édicter des sanctions visant à décourager l'utilisation abusive d'informations privilégiées. Sur le plan matériel, l'article 161 CP satisfait aux exigences de cette directive. Celle-ci prévoit également que les Etats désigneront une ou plusieurs autorités administratives compétentes pour coopérer avec les autorités des autres pays. Afin de pouvoir accomplir leurs tâches, les autorités de surveillance doivent être dotées des compétences et des moyens de contrôle et d'enquête nécessaires. Le cas échéant, elles devront être en mesure de coopérer avec d'autres autorités.

Les directives mentionnées aux chiffres 5.11 à 5.15 ont été intégrées dans l'Accord sur l'EEE. Elles n'auront pas d'effet sur la Suisse vu que cet Accord a été rejeté, le 6 décembre 1992, par le peuple et les cantons.

5.16 Projets de directives

Il existe actuellement trois projets de directives très avancés relatifs aux offres publiques d'acquisition, aux services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières et aux fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit. Deux aspects de la proposition de directive concernant les offres publiques d'acquisition sont encore controversés: les obligations de la société visée et l'obligation de présenter une offre. La libéralisation des prestations de services dans le secteur des entreprises d'investissement sera traduite dans les faits par la mise en œuvre des directives portant sur les services d'investissement et sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement. Ces deux directives devraient être approuvées par le Conseil des ministres de la Communauté durant le premier trimestre de 1993. Après d'âpres négociations, l'égalité de traitement, objectif essentiel pour la Suisse et l'Allemagne, a pu enfin être garantie aux banques universelles et aux maisons d'émission. La directive relative aux services d'investissement garantit aux banques universelles – après une période transitoire dans les Etats du Sud de la CE – l'accès aux bourses, alors que la directive concernant l'adéquation des fonds propres fixe des normes égales en matière de capital minimum pour couvrir les risques liés aux valeurs mobilières gérées (trading book) par les banques universelles et les entreprises d'investissement.

5.2 Allemagne

La réglementation allemande repose pour l'heure sur une loi de 1908, amendée à plusieurs reprises, ainsi que sur une ordonnance relative aux conditions de cotation. La surveillance des marchés est répartie entre des organismes fédéraux officiels, les *Laender* et les organes d'autorégulation des huit bourses de valeurs ainsi que du marché à terme de Francfort. L'organisation des bourses est régie par l'autorégulation sous la surveillance du Land concerné, lequel nomme notamment un commissaire de bourse.

L'Allemagne prépare en ce moment une réforme profonde de son système de surveillance boursière afin d'assurer la transposition des directives européennes en matière d'opérations d'initiés et d'obligation de déclarer des participations importantes. Le ministère allemand des finances entend proposer la mise en place d'une nouvelle autorité de surveillance fédérale des marchés de valeurs mobilières.

5.3 Etats-Unis

Le marché américain des valeurs mobilières est réglé par un ensemble de lois et en particulier par le «*Securities Act*» de 1933. Cette loi vise deux objectifs principaux: assurer à l'investisseur une information suffisante en ce qui concerne les produits qui lui sont offerts publiquement et prévenir les présentations fallacieuses, les tromperies et autres fraudes. Le «*Securities Exchange Act*» de 1934 entend assurer un marché équitable et correct par la mise en place de règles relatives aux opérations des marchés et de leurs participants ainsi qu'en prohibant certaines activités. Plusieurs textes s'inspirant de ces deux lois ont été édictés par la suite, notamment le «*Company Act*», l'«*Investment Company Act*» et l'«*Investment Advisers Act*», tous de 1940. Les marchés à terme sont régis par un ensemble de règles particulières, mises en place par le «*Commodity Exchange Act*» de 1922 et une série de lois ultérieures. Notons au passage que les compétences des Etats sont très limitées en la matière.

La «*Securities and Exchange Commission*» (SEC) et la «*Commodity Futures Trading Commission*» (CFTC) sont les autorités de surveillance fédérales chargées de la mise en œuvre de la loi. La seconde s'occupe des marchés à terme alors que la première traite tous les autres secteurs du marché soumis aux normes fédérales. En cas d'irrégularité, la SEC et la CFTC peuvent procéder à des enquêtes et appliquer des sanctions sur le plan administratif avant de transmettre le cas aux autorités pénales.

5.4 France

L'ordonnance de 1967, amendée à maintes reprises, pose les fondements de la surveillance boursière en France. Elle vise à assurer l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés. Cette ordonnance est également à l'origine de la «*Commission des opérations de bourse*» (COB). Celle-ci est dotée de pouvoirs réglementaires portant notamment sur le fonctionnement des mar-

chés et la prescription de règles professionnelles, de pouvoirs de contrôle de l'information concernant les documents destinés à l'information de l'investisseur et de pouvoirs d'enquête, d'injonction, disciplinaires, de sanction et d'intervention auprès des autorités judiciaires. La loi institue en outre des organismes professionnels intervenant principalement dans l'organisation du marché. Les règlements de ces organismes sont soumis à l'agrément de la COB.

5.5 Grande-Bretagne

Le «Financial Services Act» de 1986 (FSA) a institué un ensemble de règles relatives à la bourse et au commerce des valeurs mobilières. Conçu comme un instrument destiné à protéger l'investisseur, le FSA confère une large palette de pouvoirs réglementaires et de possibilités de sanctions au ministère compétent, le H.M. Treasury. La plupart des pouvoirs ont été délégués par le H.M. Treasury au «Securities and Investment Board» (SIB), institution privée chargée d'accorder les autorisations.

L'autorégulation joue un rôle important tant sur le plan de la surveillance que des règles à édicter. La réglementation des offres publiques d'achat est notamment assurée par des normes établies et mises en œuvre par des professionnels organisés dans ce but au sein du «Take-over panel». La protection des investisseurs est assurée par un organe d'autorégulation («The Securities and Futures Authority» (SFA)), lequel utilise des critères de protection différents selon le type d'investisseurs, c'est-à-dire selon qu'ils sont professionnels ou non.

En cas d'irrégularité, c'est en principe le H.M. Treasury ou la SIB qui procède aux investigations. Dans les cas particulièrement complexes, touchant un grand nombre de personnes ou entraînant un préjudice important, une institution spécialisée, le «Serious Fraud Office» (SFO), peut être appelée à intervenir.

5.6 Italie

L'Italie a édicté récemment une série de lois réglant globalement le marché boursier et les intermédiaires. Une loi importante de 1991 (loi n° 1) sur les intermédiaires mobiliers (SIM) traite notamment des règles relatives à l'admission de ceux-ci, des règles de conduite et des normes prudentielles. Une loi ultérieure de 1992, sur les offres publiques d'achat (loi n° 149) prévoit notamment l'obligation de présenter une offre chaque fois que l'on entend obtenir le contrôle d'une société de droit ou de fait. L'annonce des prises de participation importantes est réglée par un décret de 1992. Une loi sur les opérations d'initiés a été édictée en 1991 (loi n° 157). La surveillance du marché est confiée à la CONSOB qui est composée de cinq membres travaillant à plein temps.

5.7 Japon

La loi japonaise sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières de 1948 a été plusieurs fois amendée. Le bureau des valeurs mobilières du ministère des finances est l'autorité d'exécution de la loi. Il surveille le marché et octroie aux

bourses et aux intermédiaires le droit d'exercer. Toute modification de leurs règlements suppose son agrément. En 1990, le seuil de 5 pour cent a été institué pour l'annonce des prises de participation. Parmi les réformes envisagées, il est question d'étendre l'applicabilité des dispositions anti-fraudes – notamment les règles relatives aux opérations d'initiés – au marché hors bourse.

5.8 AELE et Accord sur l'Espace économique européen

Les pays de l'AELE, la CE et ses Etats membres ont signé l'Accord sur l'Espace économique européen (EEE) le 2 mai 1992 à Porto. Les explications à ce propos sont contenues dans le message du 18 mai 1992 (FF 1992 IV 1) relatif à l'approbation de l'Accord sur l'Espace économique européen.

L'ensemble du droit communautaire en matière de bourses a également été repris dans l'accord; voir à ce propos les points 5.11 à 5.15.

Le peuple et les cantons ont rejeté l'Accord sur l'EEE le 6 décembre 1992. Le présent projet de loi est cependant compatible avec les directives de la CE précitées et en principe aussi avec les propositions de directives mentionnées au point 5.16.

5.9 Conseil de l'Europe

Il n'existe pas dans le cadre du Conseil de l'Europe d'instruments juridiques ayant force obligatoire et devant être pris en compte dans la présente loi. Certes, le Conseil de l'Europe a adopté en 1988 une recommandation concernant les opérations d'initiés. Ses réquisits ont déjà été pris en considération lors de l'élaboration de l'article 161 CP.

5.10 OCDE et GATT

Les pays de l'OCDE ont adopté le 12 décembre 1961 les codes ayant force obligatoire régissant la libéralisation des mouvements des capitaux et des transactions invisibles. A la suite de leur dernière révision, ces codes touchent directement l'ensemble du secteur boursier. Le principe de non-discrimination s'applique notamment à la qualité de membre d'une bourse et à l'admission en tant que négociant en valeurs mobilières de même qu'à la cotation en bourse des papiers-valeurs. L'obligation de traiter tous les pays de l'OCDE sur un pied d'égalité rend en principe caduque l'application de mesures de réciprocité.

L'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT) conclu le 30 octobre 1947, auquel s'est ralliée la Suisse en 1966, devrait être complété, dans le cadre de l'Uruguay Round, par un nouvel Accord général sur le commerce et les services (GATS). Celui-ci devrait permettre aux principes de base du GATT (traitement des résidents, accès au marché, traitement préférentiel) de s'appliquer également dans ces secteurs. Ce n'est que lorsque l'on disposera du texte définitif qu'il sera possible de dire si le GATS est compatible avec des règles de réciprocité.

6 Constitutionnalité et délégation de compétences

61 Constitutionnalité

La LBVM se fonde sur les articles 31^{bis}, 31^{quater}, 64 et 64^{bis} de la constitution (cst.).

La Confédération est habilitée, en vertu de l'article 31^{bis}, 2^e alinéa, cst., à édicter des prescriptions de police économique. Elle peut restreindre la liberté du commerce et de l'industrie par des dispositions légales formelles pour autant que de telles mesures servent à protéger les biens (p. ex. la fortune) et qu'elles respectent les principes de la proportionnalité et de l'égalité de traitement. Ce faisant, elle doit tenir compte des intérêts généraux de l'économie nationale. Lorsque le but de la loi l'exige, elle peut mettre en place une surveillance officielle. L'industrie, au sens de la disposition constitutionnelle précitée, comprend toute activité économique lucrative. Les bourses, les négociants en valeurs mobilières et les personnes qui émettent des offres publiques d'acquisition exercent précisément une activité à but lucratif.

La base constitutionnelle pour la réglementation des offres publiques d'acquisition résulte de la compétence qu'a la Confédération d'émettre des dispositions de droit privé (art. 64 cst.).

L'article 34^{quater} cst. confère à la Confédération la compétence générale de légiférer sur le régime des banques. Les bourses faisant assurément partie du système bancaire au sens large, il est justifié de mentionner l'article 31^{quater} cst. dans le préambule.

S'agissant des dispositions pénales, c'est l'article 64^{bis} cst. qui sert de base constitutionnelle.

62 Délégation de compétences de légiférer

Le projet prévoit de déléguer au Conseil fédéral et à la Commission fédérale des banques et des bourses la compétence de légiférer dans les domaines suivants:

Article 3, 3^e alinéa (Exigences minimales requises pour l'octroi d'une autorisation)

La LBVM étant conçue comme une réglementation-cadre, elle ne saurait régler tous les détails touchant à l'autorisation d'exploiter une bourse. De telles dispositions dépasseraient le cadre de la loi.

Article 3, 4^e alinéa (Autorisation d'exploiter une bourse étrangère)

Avant d'autoriser l'exploitation en Suisse d'une bourse étrangère, le Conseil fédéral et l'autorité de surveillance examineront si la bourse en question est soumise à une surveillance adéquate dans son pays d'origine. Pour des raisons ayant trait à la neutralité de la concurrence, il est très important de pouvoir soumettre l'exploitation de telles bourses à certaines conditions minimales. Sinon, il pourrait en résulter une «autodiscrimination» de la place financière suisse. Pour pouvoir appliquer le principe de la réciprocité de manière libérale et souple, il est indispensable de réglementer les conditions d'autorisation par voie d'ordonnance.

C'est la seule solution permettant de suivre l'évolution internationale et de répondre aux besoins de la place financière suisse qui en découlent.

Article 3, 5^e alinéa (Organisations à caractère boursier)

Il doit être possible de soumettre les organisations assimilables à des bourses à la LBVM si cela se justifie au regard du but de la loi. Sont visés par cet alinéa les systèmes qui servent uniquement à présenter des offres d'achat sans conclusion de contrat à la clé ou les systèmes d'information affichant des offres de vente. Comme il n'est pas possible de prévoir l'évolution technique dans le domaine boursier, il convient de doter le Conseil fédéral de la compétence de soumettre entièrement ou partiellement les organisations à caractère boursier à la LBVM. Ce n'est qu'ainsi que l'on disposera de la souplesse nécessaire pour réagir aux derniers développements techniques.

Article 7, 4^e alinéa, et article 8, 5^e alinéa (Conditions minimales requises pour le règlement de la bourse)

Les règlements que les bourses doivent édicter sur l'admission, l'exclusion et les devoirs de leurs membres d'une part, sur les conditions d'admission des valeurs mobilières à la cotation et sur les conditions de suspension du commerce de ces valeurs d'autre part, doivent respecter le principe de l'égalité de traitement. C'est l'application des règlements dans la pratique qui dira ce que l'on entend dans chaque cas par égalité de traitement. C'est la raison pour laquelle il faut pouvoir adapter rapidement les conditions minimales en fonction des enseignements de la pratique. Il est donc logique de fixer les conditions minimales par voie d'ordonnance, ce qui permettra au Conseil fédéral, le cas échéant, d'apporter rapidement les adaptations et les compléments qui pourraient devenir nécessaires. En outre, l'inscription des conditions minimales dans la LBVM serait contraire à l'esprit d'une réglementation-cadre.

Article 10, 4^e alinéa (Négociants en valeurs mobilières étrangers)

L'admission des négociants étrangers est réglée à l'article 35 LBVM (réserve du droit de réciprocité). Avant d'autoriser un négociant étranger à exercer son activité en Suisse, il importe notamment d'examiner si celui-ci est soumis à une surveillance adéquate dans son pays d'origine. L'ordonnance contiendra des dispositions sur les conditions d'autorisation, y compris sur les fonds propres requis. On doit pouvoir adapter facilement la réglementation de ces détails à de nouvelles conditions, ce qui ne serait pas le cas si elle figurait dans la LBVM.

Article 10, 3^e alinéa, article 12 et article 13 (Capital social minimum, fonds propres et répartition des risques)

Fixer le montant, en valeur nominale, du capital social minimum et des fonds propres dont doit disposer le négociant, permet de garantir ses engagements. Il doit être possible d'adapter ces montants à l'évolution des valeurs mobilières et au renchérissement. Afin d'obtenir une répartition appropriée des risques, le Conseil fédéral fixe les limites des risques admis ou le montant des fonds propres supplémentaires nécessaires, le cas échéant, à leur couverture. Les prescriptions relatives aux fonds propres doivent correspondre aux normes internationales,

telles qu'elles sont fixées par les organisations internationales. Il s'agira notamment d'adapter systématiquement les ratios suisses au facteur de pondération des risques prévu par le modèle de Bâle relatif aux fonds propres et par les directives de la CE. Pour déterminer dans quelle mesure ces dispositions s'appliquent aussi aux banques, ce n'est pas l'exigence de fonds propres supplémentaire qui figure au premier plan mais bien leur éventuelle nouvelle structure. Cette matière est technique et fort complexe, si bien qu'il est plus judicieux de régler les détails par voie d'ordonnance, comme c'est le cas en matière de surveillance des banques.

Article 15, 3^e et 4^e alinéas (Obligation de tenir un journal et de déclarer)

L'ordonnance fixe le contenu, la forme et le destinataire des informations que les négociants doivent fournir. C'est l'expérience qui montrera quelles sont les informations nécessaires à la transparence des marchés. Les destinataires entrant en ligne de compte sont les bourses ou les associations boursières. Vu l'évolution technique fulgurante à laquelle on assiste en matière de déroulement des transactions sur titres, on doit pouvoir adapter rapidement l'obligation de déclarer imposée au négociant.

Il est particulièrement important, pour la transparence du marché et la protection de son fonctionnement, que l'on puisse également soumettre à l'obligation de communiquer des informations les personnes et les sociétés qui achètent et vendent des valeurs mobilières à titre professionnel, mais sans le concours d'un négociant. Cette clause vise notamment les grandes sociétés commerciales et industrielles ou les sociétés exerçant dans le domaine financier qui négocient directement entre elles des valeurs mobilières. Pour des motifs tenant à la protection des investisseurs et du fonctionnement du système, c'est la part de leur négoce dans le volume global du marché qui permettra de décider s'il y a lieu de soumettre ces sociétés à l'obligation de communiquer des informations.

Article 16, 2^e et 3^e alinéa, (Présentation des comptes)

Les besoins de transparence et la protection des investisseurs justifient que l'on soumette également les négociants en valeurs mobilières aux prescriptions en matière de présentation et de publication des comptes. Le compte annuel doit être établi conformément aux prescriptions de droit des sociétés anonymes. Afin de tenir compte de la situation particulière de certains négociants, le Conseil fédéral peut prévoir des dérogations dans son ordonnance.

Par voie d'ordonnance, le Conseil fédéral pourra prévoir des prescriptions comptables plus précises, des informations complémentaires en annexe, l'établissement et la publication de résultats et d'un bilan intermédiaires et l'obligation d'établir un compte général du groupe. Il déterminera du même coup dans quelle mesure ces prescriptions s'appliquent aux banques. Ces modalités doivent être réglées par voie d'ordonnance et ne sauraient figurer dans la LBVM qui sert de réglementation-cadre.

Article 18, 1^{er} alinéa (Organes de révision reconnus)

Le contrôle des négociants, dont le nombre sera probablement élevé, doit être confié à des organes de révision très qualifiés. Compte tenu de l'expérience acquise, on doit pouvoir adapter rapidement les modalités du contrôle, si bien

qu'il faut les faire figurer dans une ordonnance. Cette dernière devra fixer des conditions rigoureuses requises pour être reconnue comme organe de révision.

Article 19, 3^e alinéa (Rapport de révision)

Les modalités des contrôles ainsi que l'énumération du contenu du rapport de révision ne seraient pas à leur place dans la LBVM. Le contrôle de l'activité des négociants relevant de l'autorité de surveillance, c'est à elle qu'il appartient de déterminer les éléments qui doivent être vérifiés. L'expérience montre qu'il faut pouvoir adapter les contrôles dans des délais relativement courts.

Article 20, 5^e alinéa (Publicité des participations)

Différentes questions techniques telles que le calcul des droits de vote, la fixation des délais ou la forme de la publication sont liées à l'obligation de déclarer les participations importantes. L'ordonnance peut en outre prévoir que les sociétés établissent une liste des participations pouvant être remise en tout temps aux personnes intéressées. Le Conseil fédéral peut aligner son ordonnance sur les réglementations internationales. Une telle solution exige toutefois une certaine souplesse que seule une ordonnance est en mesure d'offrir.

Article 26 (Dispositions additionnelles concernant les offres publiques d'acquisition)

L'expérience fait largement défaut en matière d'offres publiques d'acquisition. Ce domaine de réglementation est en outre en pleine expansion sur le plan international. Une réglementation détaillée des offres publiques d'acquisition au niveau de la loi devrait continuellement être adaptée en fonction de l'expérience acquise et des développements internationaux. C'est la raison pour laquelle on s'en tiendra ici aussi au principe de la réglementation-cadre. La LBVM ne contiendra que les principes de base alors que les détails seront réglés par voie d'ordonnance. Parmi ces derniers, il y a lieu de citer:

- Les dispositions sur l'annonce d'une offre préalablement à sa publication; l'objectif est de prévenir les perturbations du marché pouvant avoir lieu pendant la période précédant la publication d'une offre publique d'acquisition.
- Les détails concernant le contenu et la publication du prospectus de l'offre ainsi que les conditions auxquelles une offre peut être subordonnée. Le prospectus indiquera notamment l'identité de l'offrant et des personnes agissant de concert avec lui, les titres visés par l'offre, le prix offert, la durée et les conditions de l'offre, les titres de participation que détient déjà l'offrant, etc.
- Les règles de loyauté et notamment le principe selon lequel tous les détenteurs de titres de la même catégorie doivent être traités sur un pied d'égalité.
- Le contrôle de l'offre par un réviseur.
- Le délai de l'offre et sa prolongation ainsi que les règles à respecter en cas de modification. Les règles de loyauté exigent que l'on ne révoque une offre que dans des cas exceptionnels. On peut notamment citer l'adoption de mesures de défense contre la prise de contrôle par la société visée ou la présentation d'une offre concurrente.
- La réglementation de détail relative à l'action de concert avec des tiers.

Article 27, 3^e alinéa (Rapport du conseil d'administration de la société visée et mesures de défense)

Les dispositions concernant le contenu du rapport du conseil d'administration de la société visée et les mesures ayant pour but de prévenir une offre ou d'en empêcher le succès doivent pouvoir être adaptées facilement en fonction des connaissances acquises. C'est pourquoi les détails seront réglés par voie d'ordonnance. Celle-ci indiquera si le conseil d'administration de la société visée peut recommander de rejeter l'offre sans indiquer ses motifs ou s'il doit motiver sa prise de position. Le rapport devra être disponible dans un délai suffisant avant l'expiration de l'offre pour que les actionnaires puissent en prendre connaissance et se déterminer en conséquence.

Article 28, 2^e alinéa (Offres concurrentes)

Les dispositions ayant trait aux offres concurrentes doivent aussi pouvoir être adaptées rapidement en fonction des développements et des expériences futures. L'ordonnance devra concrétiser les règles applicables aux offres concurrentes et régler les effets de celles-ci sur la première offre. Elle déterminera également si le conseil d'administration de la société visée peut favoriser une offre par rapport à une autre. L'ordonnance pourra en outre prévoir de prolonger la durée de l'offre initiale au cas où celle-ci serait maintenue.

Article 29, 3^e et 5^e alinéas (Obligation de déclarer)

Afin d'assurer une meilleure transparence du marché pendant la durée d'une offre publique d'acquisition, le Conseil fédéral peut également soumettre à l'obligation de déclarer les personnes qui acquièrent ou vendent un certain pourcentage de titres de la société visée. Dans la proposition de directive des CE, le seuil déterminant l'obligation de déclarer est fixé à 0,5 pour cent des droits de vote. Il doit être possible d'adapter rapidement cette réglementation en fonction de l'expérience acquise et des normes internationales, si bien qu'elle n'a pas sa place dans la loi. L'ordonnance précisera comment calculer le pourcentage limite ainsi que le contenu de la déclaration et le délai dans lequel elle doit être faite.

Article 30, 2^e et 5^e alinéas (Obligation de présenter une offre et calcul du prix)

La législation sur les offres publiques d'acquisition étant un domaine tout nouveau, il y aura lieu de réglementer les détails par voie d'ordonnance, cette dernière étant susceptible, le cas échéant, d'être adaptée rapidement. L'autorité de surveillance peut en outre exempter ceux qui procèdent à des transferts de droits de vote au sein d'un groupe organisé de l'obligation de présenter une offre, afin de tenir compte des préoccupations des sociétés familiales notamment. Il est justifié de confier ce genre de décision à l'autorité de surveillance puisque c'est elle qui contrôle les informations obligatoires relatives aux participations et aux offres publiques d'acquisition. En cas de transferts de droits de vote au sein d'un groupe, il faut pouvoir réagir rapidement.

Le calcul du prix exige une réglementation souple figurant dans l'ordonnance. Celle-ci précisera par exemple les modalités de calcul du prix lorsque le montant payé pour l'acquisition de la participation dominante tient compte d'autres éléments que le prix des actions cédées (notamment l'octroi de garanties ou la

reprise d'autres actifs par le cédant). Lorsque la société a émis plusieurs types de titres de participation, il n'est pas possible de prévoir une règle précise concernant le prix de l'offre. La loi mentionne simplement que ce prix devra être dans un rapport raisonnable avec le prix payé pour l'acquisition de la participation dominante. Ce «rapport raisonnable» sera précisé dans l'ordonnance et vérifié dans les cas d'espèce par l'autorité de surveillance.

Article 36, 6^e alinéa (Réglementation de l'assistance administrative dans des traités)

Etant donné que les barrières séparant les marchés financiers nationaux s'ame-
nuisent de plus en plus et que les activités des établissements spécialisés dans le
commerce des titres s'internationalisent, il importe de renforcer également la
coopération entre les autorités de surveillance des différents pays. A cette fin, il y
a lieu d'autoriser le Conseil fédéral à réglementer l'échange d'informations avec
des autorités de surveillance étrangères dans des traités, ce qui permet une
collaboration active dans ce domaine. Ces traités internationaux devront respec-
ter les restrictions prévues par la loi en ce qui concerne l'emploi des informations
par les autorités étrangères. Ils permettront de régler des détails importants qui
pourront être adaptés assez facilement à de nouvelles conditions.

Appendice: Abréviations

AELE	Association européenne de libre-échange
CE	Communauté européenne
CEE	Communauté économique européenne
cst.	Constitution fédérale
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
COB	Commission des opérations de bourse (autorité de surveillance en France)
CONSOB	Commissione nazionale per le società e la borsa
CFBB	Commission fédérale des banques et des bourses
CFB	Commission fédérale des banques
CO	Code des obligations; LF du 30 mars 1911 complétant le Code civil suisse (cinquième partie: code des obligations)
CP	Code pénal suisse
DFF	Département fédéral des finances
EEE	Espace économique européen
FSA	Financial Services Act
GATT	Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce
GATS	General Agreement on Trade in Services
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
LBVM	Loi sur les bourses et les valeurs mobilières (Loi sur les bourses)
LF	Loi fédérale
LCI	Liberté du commerce et de l'industrie
PA	Loi fédérale sur la procédure administrative
OCDE	Organisation de coopération et de développement économique
PSS	Parti socialiste suisse
SEC	Securities and Exchange Commission
SFA	The Securities and Futures Authority
SFO	Serious Fraud Office
SIB	Securities and Investments Board
SOFFEX	Swiss Options and Financial Futures Exchange

Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM)

Projet

du

L'Assemblée fédérale de la Confédération suisse,
vu les articles 31^{bis}, 31^{quater}, 64 et 64^{bis} de la constitution;
vu le message du Conseil fédéral du 24 février 1993¹⁾,
arrête:

Section 1: Dispositions générales

Article premier But

La présente loi a pour but de protéger les investisseurs et de garantir le fonctionnement des marchés de valeurs mobilières.

Art. 2 Définitions

Au sens de la présente loi, on entend par:

- a. valeurs mobilières: les papiers-valeurs standardisés, susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché, les droits ayant la même fonction (droits-valeurs) et les dérivés;
- b. bourse: toute organisation de commerce de valeurs mobilières qui vise l'échange simultané d'offres entre plusieurs négociants ainsi que la conclusion d'opérations;
- c. négociant en valeurs mobilières (négociant): toute personne physique ou morale ou société de personnes qui, pour son compte en vue d'une revente à court terme, ou pour le compte de tiers, achète et vend à titre professionnel des valeurs mobilières sur le marché secondaire, qui les offre au public sur le marché primaire ou qui crée elle-même et offre au public des dérivés;
- d. offre publique d'acquisition: toute offre d'achat ou d'échange présentée à tous les détenteurs d'actions, de bons de participation, de bons de jouissance ou d'autres titres de participation (titres) de sociétés suisses dont une partie au moins des titres sont admis à être traités en bourse.

Section 2: Bourses

Art. 3 Autorisation

¹ Celui qui veut exploiter une bourse doit obtenir une autorisation de l'autorité de surveillance.

¹⁾ FF 1993 I 1269

² L'autorisation est délivrée lorsque:

- a. l'organisation de la bourse et ses règlements garantissent le respect de la présente loi;
- b. la bourse et ses collaborateurs responsables disposent des connaissances professionnelles nécessaires et présentent toutes garanties d'une activité irréprochable.

³ Le Conseil fédéral fixe les exigences minimales requises pour l'octroi d'une autorisation.

⁴ Il règle les conditions d'octroi d'une autorisation aux bourses étrangères voulant opérer en Suisse mais n'ayant pas leur siège en Suisse.

⁵ Il peut soumettre à la présente loi ou à certaines de ses dispositions les organisations analogues à des bourses lorsque le but de la loi l'exige.

⁶ Si les conditions d'octroi de l'autorisation changent ultérieurement, la poursuite de l'exploitation doit être soumise à l'approbation de l'autorité de surveillance.

Art. 4 Autorégulation

¹ La bourse doit garantir l'organisation adéquate de son exploitation et de son administration ainsi que la surveillance de son activité.

² Elle doit soumettre ses règlements et leurs modifications à l'assentiment de l'autorité de surveillance.

Art. 5 Organisation des marchés

¹ La bourse édicte un règlement sur l'organisation du marché pour assurer son efficacité et sa transparence.

² Elle peut être divisée en plusieurs segments faisant l'objet de règlements différents. Un segment particulier est créé pour les titres des sociétés soumises aux dispositions de la présente loi relatives aux offres publiques d'acquisition.

³ La bourse tient un journal dans lequel elle inscrit toutes les transactions effectuées. En particulier, elle indique le moment de la transaction, l'identité des négociants, les valeurs mobilières traitées, le nombre ou la valeur nominale de celles-ci et le montant de la transaction.

⁴ Elle assure la publication de toutes les informations nécessaires à la transparence des marchés; elle publie notamment les cours traités et le volume des valeurs mobilières traitées en bourse et hors bourse.

Art. 6 Surveillance des transactions

¹ La bourse surveille la formation des cours, la conclusion et l'exécution des transactions, de sorte que les délits d'opération d'initiés ou de manipulation de cours ou d'autres violations de dispositions légales soient détectées.

² Lorsqu'une infraction aux prescriptions légales ou d'autres irrégularités sont présumées, la bourse l'annonce à l'autorité de surveillance. Celle-ci procède aux enquêtes nécessaires; elle peut demander à cet effet la collaboration de la bourse.

Art. 7 Membros

¹ La bourse édicte un règlement sur l'admission, l'exclusion et les devoirs de ses membres, en veillant à respecter en particulier le principe de l'égalité de traitement.

² Seuls des négociants peuvent devenir membres d'une bourse.

³ La bourse peut imposer à ses membres une obligation de traiter en bourse.

⁴ Le Conseil fédéral fixe les exigences minimales quant à l'admission, aux devoirs et à l'exclusion des membres des bourses.

Art. 8 Admission des valeurs mobilières

¹ La bourse édicte un règlement fixant les conditions d'admission des valeurs mobilières à la cotation et les conditions de suspension du commerce de ces valeurs.

² Le règlement comprend des prescriptions relatives à la négociabilité des valeurs mobilières et les informations devant être fournies aux investisseurs pour leur permettre d'apprécier les caractéristiques des valeurs mobilières et la qualité de l'émetteur.

³ Il doit prendre en compte les standards reconnus sur le plan international.

⁴ La bourse admet à la cotation les valeurs mobilières remplissant les conditions posées par le règlement.

⁵ Le Conseil fédéral fixe les exigences minimales quant aux conditions d'admission des valeurs mobilières à la cotation et aux conditions de suspension du commerce de ces valeurs.

Art. 9 Décisions de la bourse

¹ La bourse statue par voie de décision pour refuser l'admission d'un membre, pour exclure un membre ou pour refuser ou révoquer l'admission de valeurs mobilières à la cotation.

² La procédure est régie par la loi fédérale sur la procédure administrative¹⁾.

Section 3: Négociants en valeurs mobilières

Art. 10 Autorisation

¹ Celui qui veut exercer l'activité de négociant doit obtenir une autorisation de l'autorité de surveillance.

¹⁾ RS 172.021

² L'autorisation est délivrée lorsque:

- a. l'organisation du négociant et ses règlements garantissent le respect de la présente loi;
- b. le négociant dispose du capital social minimum requis ou fournit la garantie exigée;
- c. le négociant et ses collaborateurs responsables disposent des connaissances professionnelles nécessaires et présentent, de même que les actionnaires principaux, toutes garanties d'une activité irréprochable.

³ Le Conseil fédéral fixe les exigences minimales pour l'octroi de l'autorisation. Il détermine notamment le montant du capital social minimum requis pour les personnes morales et la garantie exigée pour les personnes physiques et les sociétés de personnes.

⁴ Il fixe les conditions d'octroi d'une autorisation d'exercer en Suisse l'activité de négociant sans siège ni succursale en Suisse.

⁵ Lorsque le négociant fait partie d'un groupe exerçant une activité dans le domaine financier, l'autorité de surveillance peut exiger qu'il soit soumis à une surveillance des autorités étrangères sur une base consolidée appropriée et qu'il soit titulaire d'une autorisation d'exercer de ces dernières.

⁶ Si les conditions d'octroi de l'autorisation changent ultérieurement, la poursuite de l'activité de négociant doit être soumise à l'approbation de l'autorité de surveillance.

Art. 11 Règles de conduite

¹ Le négociant a envers ses clients:

- a. un devoir de diligence; il doit en particulier assurer la meilleure exécution possible de leurs ordres et veiller à ce qu'ils puissent la reconstituer;
- b. un devoir de loyauté; il veille en particulier à ce qu'ils ne soient pas lésés en raison d'éventuels conflits d'intérêts;
- c. un devoir d'information; il doit en particulier les informer des risques liés aux transactions qu'ils effectuent.

² Le négociant règle les détails dans ses conditions générales.

³ Pour être valables, les conditions générales doivent être approuvées par l'autorité de surveillance. Celle-ci les approuve lorsqu'elles sont conformes aux devoirs mentionnés au 1^{er} alinéa.

⁴ Les devoirs mentionnés au 1^{er} alinéa sont appliqués compte tenu de l'expérience et des connaissances des clients en la matière.

Art. 12 Fonds propres

¹ Le négociant doit disposer de fonds propres suffisants.

² Le Conseil fédéral fixe le montant minimum des fonds propres, compte tenu des risques impliqués par les activités du négociant, y compris les risques hors-bilan. Il

détermine dans quelle mesure les banques sont aussi tenues d'observer ce minimum.

Art. 13 Répartition des risques

¹ Le négociant doit répartir les risques de façon appropriée.

² Le Conseil fédéral fixe les limites de ces risques et le montant des fonds propres supplémentaires nécessaires à leur couverture et détermine dans quelle mesure ils sont applicables aux banques.

Art. 14 Base consolidée

Le négociant est tenu d'observer les prescriptions applicables aux fonds propres et à la répartition des risques sur une base consolidée s'il forme une entité économique avec une ou plusieurs sociétés exerçant des activités dans le domaine financier ou si d'autres facteurs donnent à penser qu'il s'est obligé juridiquement ou de fait envers une telle société.

Art. 15 Obligations de tenir un journal et de déclarer

¹ Le négociant tient un journal relatif aux ordres reçus et aux transactions qu'il effectue, dans lequel il inscrit toutes les informations nécessaires à la reconstitution de ces transactions et à la surveillance de son activité.

² Il doit communiquer toutes les informations nécessaires à la transparence des marchés.

³ Le Conseil fédéral détermine quelles sont ces informations, à qui elles doivent être communiquées et sous quelle forme il convient de le faire.

⁴ Lorsque cela s'impose au regard du but de la loi, le Conseil fédéral peut soumettre à l'obligation de communiquer des informations selon le 2^e alinéa les personnes et les sociétés qui achètent et vendent des valeurs mobilières sans le concours d'un négociant. Les sociétés doivent charger un réviseur reconnu de contrôler si cette obligation est respectée et communiquer à l'autorité de surveillance les informations requises.

Art. 16 Présentation des comptes

¹ Le négociant établit un compte annuel et le publie ou le tient à la disposition du public.

² Le compte annuel est établi selon les prescriptions du droit des sociétés anonymes sous réserve des dérogations prévues par le Conseil fédéral.

³ Le Conseil fédéral peut prévoir des prescriptions comptables plus précises, des informations complémentaires dans l'annexe, l'établissement et la publication de résultats et de bilans intermédiaires et l'obligation d'établir un compte de groupe. Il détermine dans quelle mesure ces prescriptions s'appliquent aux banques.

Art. 17 Révision

¹ Le négociant est tenu de soumettre son activité au contrôle d'un réviseur reconnu, qui effectue un contrôle annuel ainsi que des révisions intermédiaires faites à l'improviste.

² Il donne au réviseur accès à tous les documents et les renseignements nécessaires à la bonne exécution du contrôle.

³ Il supporte les frais de la révision.

Art. 18 Réviseur

¹ Peuvent être chargés de la révision les réviseurs reconnus pour les banques ou les sociétés fiduciaires reconnues comme réviseurs pour les négociants par l'autorité de surveillance. L'ordonnance définit les conditions de la reconnaissance.

² Les réviseurs reconnus ne peuvent être eux-mêmes des négociants.

³ Le réviseur doit être indépendant de la direction et de l'administration du négociant faisant l'objet de la révision.

Art. 19 Devoirs du réviseur

¹ Le réviseur vérifie, lors de son contrôle annuel et de ses autres révisions, si le négociant respecte ses obligations légales et s'il se conforme aux conditions d'autorisation et à ses règlements.

² Il rédige un rapport sur le résultat du contrôle, qu'il communique au négociant et à l'autorité de surveillance.

³ L'autorité de surveillance édicte des dispositions concernant les éléments qui doivent être vérifiés et le contenu du rapport de révision.

⁴ Lorsqu'au cours du contrôle annuel ou des autres révisions, le réviseur constate des infractions aux prescriptions légales ou d'autres irrégularités, il doit inviter le négociant à régulariser sa situation dans un délai approprié et en faire mention dans le rapport de révision.

⁵ Le réviseur doit informer immédiatement l'autorité de surveillance lorsque:

- a. le délai prévu au 4^e alinéa n'est pas observé;
- b. il juge inutile de fixer un délai;
- c. il constate des infractions pénales ou de graves irrégularités.

⁶ Sauf envers l'autorité de surveillance, le réviseur garde le secret sur les constatations faites au cours de ses contrôles.

Section 4: Publicité des participations

Art. 20 Obligation de déclarer

¹ Celui qui, directement, indirectement ou de concert avec des tiers, acquiert ou aliène pour son propre compte des titres d'une société ayant son siège en Suisse et

dont au moins une partie des titres est traitée dans une bourse suisse, et dont la participation, à la suite de cette opération, atteint ou dépasse les seuils de 5, 10, 25, 33 ⅓, 50 ou 75 pour cent des droits de vote, qu'il soit habilité à en faire usage ou non, ou descend en-dessous de ces seuils, doit informer la société et les bourses où les titres sont traités.

² La conversion de bons de participation ou de bons de jouissance en actions et l'exercice des droits d'échange ou d'acquisition sont assimilés à une acquisition.

³ Les groupes organisés sur la base d'une convention ou d'une autre manière sont également soumis à une obligation de déclarer conformément au 1^{er} alinéa et doivent indiquer:

- a. la participation globale du groupe;
- b. l'identité de ses membres;
- c. le type de concertation;
- d. les représentants du groupe.

⁴ Si la société ou la bourse a des raisons de penser qu'un actionnaire n'a pas respecté son obligation de déclarer, elle en informe l'autorité de surveillance.

⁵ Le Conseil fédéral règle le calcul des droits de vote, les délais dans lesquels la déclaration doit être faite, le délai imparti aux sociétés pour publier les changements intervenus dans l'actionnariat au sens du 1^{er} alinéa et les modalités de la déclaration.

Art. 21 Devoir d'information de la société

La société doit publier les informations reçues relatives à la modification du pourcentage des droits de vote.

Section 5: Offres publiques d'acquisition

Art. 22 Soumission volontaire

¹ Les dispositions de la présente loi concernant les offres publiques d'acquisition (art. 22 à 31) s'appliquent aux opérations d'achat et de vente portant sur les titres des sociétés dont au moins une partie des titres sont admis à la cotation, pour autant qu'elles aient décidé de s'y soumettre volontairement.

² Les titres de ces sociétés sont admis à la cotation et traités en bourse séparément.

Art. 23 Devoirs de l'offrant

¹ L'offrant doit présenter l'offre par la publication d'un prospectus, qui doit contenir des informations exactes et complètes.

² Il doit traiter sur un pied d'égalité tous les détenteurs de titres de la même catégorie.

³ Les obligations de l'offrant s'étendent à toute personne agissant de concert avec lui.

Art. 24 Contrôle de l'offre

¹ L'offrant doit soumettre l'offre, avant sa publication, au contrôle d'un réviseur reconnu par l'autorité de surveillance.

² Le réviseur vérifie si l'offre est conforme à la loi et aux dispositions d'exécution.

³ L'autorité de surveillance interdit les offres qui ne sont pas conformes à la loi et aux dispositions d'exécution.

⁴ Le vendeur peut annuler le contrat conclu sur la base d'une offre non conforme.

Art. 25 Publication du résultat de l'offre et prolongation du délai

¹ L'offrant doit publier le résultat de l'offre à l'expiration du délai de l'offre.

² Si les conditions de l'offre sont réunies, l'offrant doit prolonger le délai de l'offre pour les propriétaires de titres qui n'ont pas encore accepté celle-ci.

Art. 26 Dispositions additionnelles

Le Conseil fédéral édicte des dispositions sur:

- a. l'annonce d'une offre préalablement à sa publication;
- b. le contenu et la publication du prospectus de l'offre ainsi que les conditions auxquelles une offre peut être soumise;
- c. les règles de loyauté en matière d'offres publiques d'acquisition;
- d. le contrôle de l'offre par un réviseur;
- e. le délai de l'offre et sa prolongation, ainsi que les conditions de sa révocation et de sa modification;
- f. l'action de concert avec des tiers.

Art. 27 Devoirs de la société visée

¹ Le conseil d'administration de la société visée par une offre publique d'acquisition (société visée) adresse aux propriétaires de titres un rapport dans lequel il prend position sur l'offre. Les informations données par la société visée doivent être exactes et complètes. Le rapport doit être publié.

² De la publication de l'offre à celle de son résultat, le conseil d'administration de la société visée ne peut procéder à l'émission ou au rachat de ses propres titres, ni effectuer des actes juridiques qui auraient pour effet de modifier de façon significative l'actif ou le passif de la société. Les décisions prises par l'assemblée générale ne sont pas soumises à cette limitation.

³ Le Conseil fédéral édicte des dispositions sur le rapport du conseil d'administration de la société visée et sur les mesures ayant pour but de prévenir ou d'empêcher le succès d'une offre.

Art. 28 Offres concurrentes

¹ En cas d'offres concurrentes, les propriétaires de titres de la société visée doivent pouvoir en choisir une librement.

² Le Conseil fédéral édicte des dispositions sur les offres concurrentes et leurs effets sur la première offre.

Art. 29 Obligation de déclarer

¹ L'offrant ou celui qui, directement, indirectement ou de concert avec des tiers, détient une participation d'au moins 5 pour cent des droits de vote de la société visée, ou, le cas échéant, d'une autre société dont les titres sont offerts en échange, doit déclarer à l'autorité de surveillance et aux bourses où les titres sont traités, dès la publication de l'offre et jusqu'à son expiration, toute acquisition ou vente de titres de cette société.

² Les groupes organisés sur la base d'une convention ou d'une autre manière sont soumis à une obligation de déclarer conformément au 1^{er} alinéa seulement en tant que groupe.

³ Le Conseil fédéral peut soumettre à la même obligation celui qui, dès la publication de l'offre et jusqu'à son expiration, acquiert ou vend, directement, indirectement ou de concert avec des tiers, un certain pourcentage de titres de la société visée, ou d'une autre société dont les actions sont offertes en échange.

⁴ Si la société ou la bourse a des raisons de penser qu'un propriétaire de titres n'a pas respecté son obligation de déclarer, elle en informe l'autorité de surveillance.

⁵ Le Conseil fédéral édicte des dispositions sur la forme et le délai de la déclaration et sur le pourcentage déterminant pour l'application du 3^e alinéa.

Art. 30 Obligation de présenter une offre

¹ Celui qui, directement, indirectement ou de concert avec des tiers, acquiert des titres qui, ajoutés à ceux qu'il détient, lui permettent de dépasser le seuil de 33 ⅓ pour cent des droits de vote de la société visée, doit présenter une offre portant sur tous les titres traités en bourse de cette société.

² L'autorité de surveillance peut supprimer l'obligation de présenter une offre en cas de transfert de droits de vote au sein d'un groupe organisé sur la base d'une convention ou d'une autre manière. L'obligation de présenter une offre ne s'applique alors plus qu'au groupe.

³ Le prix offert doit être au moins égal au cours de bourse et ne doit pas être inférieur de plus de 25 pour cent au prix le plus élevé payé par l'offrant pour des titres de la société visée dans les douze derniers mois.

⁴ Si la société a émis plusieurs catégories de titres, le rapport entre les prix offerts pour ces différentes catégories doit être raisonnable.

⁵ Le Conseil fédéral édicte des dispositions sur l'obligation de présenter une offre.

⁶ A la demande de l'autorité de surveillance, de la société visée ou de l'un de ses actionnaires, le juge peut, par des mesures provisoires, suspendre l'exercice du droit de vote de celui qui ne respecte pas l'obligation de présenter une offre. Le juge peut décider de répartir ces droits de vote proportionnellement entre les autres actionnaires.

Art. 31 Annulation des titres restants

¹ Si l'offrant détient, à l'expiration de l'offre, plus de 98 pour cent des droits de vote de la société visée, il peut, dans un délai de trois mois, demander au juge d'annuler les titres restants.

² La société émet à nouveau ces titres et les remet à l'offrant, contre paiement du montant de l'offre, en faveur des propriétaires des titres annulés.

Section 6: Autorité de surveillance

Art. 32 Organisation

L'autorité de surveillance est la Commission fédérale des banques et des bourses (commission). Elle est organisée selon l'article 23 de la loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne¹⁾.

Art. 33 Tâches

¹ La commission prend les décisions nécessaires à l'application de la loi et de ses dispositions d'exécution et veille au respect des prescriptions légales et réglementaires.

² Les personnes et les sociétés soumises à la surveillance de la commission ont l'obligation de donner à celle-ci tous les renseignements et les documents qu'elle exige afin d'accomplir sa tâche. Cette obligation incombe également:

- a. aux personnes qui détiennent une participation prépondérante dans le capital d'une bourse ou d'un négociant;
- b. aux réviseurs;
- c. aux personnes et aux sociétés soumises à une obligation de déclarer;
- d. aux auteurs d'offres publiques d'acquisition;
- e. aux sociétés visées.

³ Lorsque la commission apprend que des infractions aux prescriptions légales ou d'autres irrégularités ont été commises, elle veille au rétablissement de l'ordre légal et à la suppression des irrégularités. Elle prend les décisions nécessaires à cet effet. Elle peut

- a. suspendre pour une courte durée tous les actes juridiques et les paiements d'un négociant ou les versements qui lui sont faits s'il y a danger imminent pour ses créanciers;

¹⁾ RS 952.0

- b. interdire, provisoirement ou pour une durée indéterminée, de pratiquer le commerce des valeurs mobilières aux collaborateurs responsables d'un négociant qui ont violé gravement la présente loi, les dispositions d'exécution ou les prescriptions internes de l'entreprise.

⁴ Si, en dépit d'une sommation, la décision exécutoire de la commission n'est pas respectée dans le délai fixé, celle-ci peut prendre elle-même, aux frais de la personne ou de la société en demeure, au sens du 2^e alinéa, les mesures qu'elle a prescrites.

⁵ En cas de refus de se soumettre à une décision exécutoire, la commission peut également publier celle-ci dans la Feuille officielle suisse du commerce ou la porter de toute autre manière à la connaissance du public. Une telle mesure doit être précédée d'une sommation.

⁶ Lorsque la commission apprend que des actes punissables ont été commis, elle en informe sans délai les autorités de poursuite pénale compétentes. Ces autorités sont tenues à l'entraide judiciaire réciproque.

Art. 34 Retrait de l'autorisation

¹ La commission retire l'autorisation d'exploitation à la bourse ou au négociant qui ne remplit plus les conditions requises ou qui viole gravement ses obligations légales ou ses prescriptions internes.

² Le retrait de l'autorisation entraîne la dissolution des personnes morales, des sociétés en nom collectif et des sociétés en commandite et la radiation du registre du commerce des raisons individuelles. La commission désigne le liquidateur et surveille son activité.

Section 7: Relations internationales

Art. 35 Admission des bourses et des négociants étrangers

L'autorisation peut être refusée à une bourse étrangère ou à une bourse dominée par des ressortissants étrangers si l'Etat où se trouve le siège de la bourse ou le domicile des personnes qui dominent la bourse ne garantit pas aux bourses suisses un véritable accès au marché ni les mêmes conditions de concurrence que les bourses nationales. L'octroi d'autorisations à des négociants est soumis aux mêmes conditions.

Art. 36 Assistance administrative

¹ L'autorité de surveillance peut demander aux autorités étrangères de surveillance des bourses et du commerce des valeurs mobilières de lui transmettre les informations et les documents nécessaires à l'application de la présente loi.

² Elle peut transmettre aux autorités étrangères de surveillance des bourses et du commerce des valeurs mobilières des informations et des documents non accessibles au public si lesdites autorités:

- a. utilisent les informations communiquées uniquement à des fins de surveillance directe des bourses et des négociants;
- b. sont liées par le secret de fonction ou le secret professionnel; et
- c. transmettent à des tiers les informations communiquées uniquement avec l'assentiment préalable de l'autorité de surveillance ou en vertu d'une autorisation générale découlant d'un traité international conclu conformément au 6^e alinéa.

³ La transmission d'informations à des autorités pénales est interdite lorsque l'entraide judiciaire en matière pénale est exclue. L'autorité de surveillance décide d'entente avec l'Office fédéral de la police.

⁴ Lorsque les informations requises par l'autorité de surveillance concernent des clients de négociants, la loi fédérale sur la procédure administrative¹⁾ est applicable.

⁵ Dans les limites prévues au 2^e alinéa, l'autorité de surveillance peut, dans chaque cas, autoriser des autorités étrangères de surveillance à procéder à des contrôles directs auprès de succursales suisses de bourses ou de négociants ayant leur siège dans l'Etat étranger concerné.

⁶ Le Conseil fédéral est habilité à conclure, conformément au 2^e alinéa, des traités visant à régler l'entraide avec des autorités étrangères de surveillance.

Section 8: Voies de droit

Art. 37

¹ Les décisions des bourses peuvent faire l'objet d'un recours devant l'autorité de surveillance.

² Les décisions administratives et les décisions sur recours de l'autorité de surveillance peuvent faire l'objet d'un recours de droit administratif devant le Tribunal fédéral.

³ Les décisions rendues par l'autorité de surveillance dans les cas d'offre publique d'acquisition peuvent faire l'objet d'un recours, dans les trois jours, devant la commission de recours en matière d'offres publiques d'acquisition.

⁴ La commission de recours statue définitivement. Elle peut ordonner une audition pour remplacer l'échange d'écritures et notifier oralement sa décision.

Section 9: Dispositions pénales

Art. 38 Exercice d'une activité sans autorisation

¹ Celui qui, intentionnellement:

- a. aura exploité sans autorisation une bourse;

¹⁾ RS 172.021

b. aura exercé sans autorisation une activité de négociant, sera puni de l'amende jusqu'à concurrence de 200 000 francs.

² Si l'auteur a agi par négligence, la peine sera l'amende jusqu'à concurrence de 100 000 francs.

Art. 39 Violation des obligations de déclarer

¹ Celui qui, intentionnellement:

a. omet de déclarer sa participation qualifiée à une société cotée en bourse (art. 20 et 50);

b. omet de déclarer l'acquisition ou la vente de titres d'une société visée, en tant que propriétaire d'une participation qualifiée dans cette société (art. 29), sera puni de l'amende.

² L'amende ne peut dépasser le double du prix des acquisitions et des ventes devant être déclarées.

³ Celui qui, intentionnellement ou par négligence, viole les obligations de déclarer qui lui incombent selon l'article 15 sera puni de l'amende jusqu'à concurrence de 50 000 francs.

Art. 40 Violation des devoirs de la société visée

¹ Celui qui, intentionnellement:

a. omet de présenter aux propriétaires de titres une prise de position sur l'offre ou ne la publie pas (art. 27, 1^{er} al.);

b. donne dans cet avis des indications fausses ou incomplètes (art. 27, 1^{er} al.), sera puni de l'amende jusqu'à concurrence de 200 000 francs.

² Si l'auteur a agi par négligence, la peine sera l'amende jusqu'à concurrence de 100 000 francs.

Art. 41 Violation du secret professionnel

¹ Celui qui aura révélé un secret à lui confié en sa qualité de membre d'un organe, d'employé ou de mandataire d'une bourse, ou dont il avait eu connaissance en raison de sa charge ou de son emploi, sera puni de l'emprisonnement ou de l'amende. La révélation du secret demeure punissable alors même que la charge ou l'emploi a pris fin.

² Sont réservées les dispositions des législations fédérale et cantonales statuant une obligation de renseigner l'autorité et de témoigner en justice.

Art. 42 Poursuite pénale

¹ Les dispositions du titre deuxième de la loi fédérale sur le droit pénal administratif¹⁾ sont applicables aux infractions aux articles 38, 39 et 40.

¹⁾ RS 313.0

² Le Département fédéral des finances est chargé de la poursuite et du jugement en application des dispositions de la loi fédérale sur le droit pénal administratif.

³ La poursuite et le jugement des infractions à l'article 41 incombent aux cantons.

Section 10: Dispositions finales

Art. 43 Dispositions d'exécution

Le Conseil fédéral édicte les dispositions d'exécution de la présente loi.

Art. 44 Modification du code pénal

Le code pénal suisse¹⁾ est modifié comme il suit:

Art. 161^{bis} (nouveau)

Manipulation
de cours

Celui qui, sciemment, effectue des transactions sur des valeurs mobilières ou diffuse des informations trompeuses, dans le dessein de modifier artificiellement le cours de titres traités en bourse et ainsi de se procurer ou de procurer à un tiers un enrichissement illégitime, sera puni de l'emprisonnement ou de l'amende.

Art. 45 Modification de la loi sur les banques

La loi sur les banques et les caisses d'épargne²⁾ est modifiée comme il suit:

Art. 23, 1^{er}, 2^e, 4^e et 5^e al.

¹ Le Conseil fédéral nomme une Commission fédérale des banques et des bourses composée de sept à onze membres, dont il désigne le président et les vice-présidents. Cette commission est chargée de surveiller les banques, les fonds de placement et les bourses de sa propre autorité. Elle est assistée d'un secrétariat permanent.

² La commission, qui peut être subdivisée en plusieurs chambres, édicte un règlement sur son organisation et sa gestion qu'elle soumet à l'approbation du Conseil fédéral.

⁴ Les frais de la commission et de son secrétariat doivent être couverts par des émoluments. Le Conseil fédéral édicte les dispositions d'exécution.

⁵ Les membres de la Commission des banques et des bourses doivent être experts en la matière. Les présidents, les vice-présidents, les délégués ou les membres du comité du conseil d'administration d'une banque, d'une bourse ou d'un négociant, les membres de la direction de tels établissements, de la direction d'un fonds de placement ou d'un réviseur reconnu ne sont pas éligibles.

¹⁾ RS 311.0

²⁾ RS 952.0

Art. 46 Modification de la loi fédérale d'organisation judiciaire
La loi fédérale d'organisation judiciaire¹⁾ est modifiée comme il suit:

Art. 100, let. w

En outre, le recours n'est pas recevable contre:

w. Dans le domaine de la surveillance des bourses:

Des décisions concernant des offres publiques d'acquisition.

Art. 47 Lois cantonales

¹ Les dispositions de droit cantonal limitant la création de nouvelles bourses sont abrogées dès l'entrée en vigueur de la présente loi.

² Les dispositions de droit cantonal relatives au commerce de valeurs mobilières ne sont plus applicables aux bourses et aux négociants qui ont obtenu l'autorisation prévue par la présente loi.

³ Les dispositions de droit cantonal relatives aux bourses sont abrogées un an après l'entrée en vigueur de la présente loi.

⁴ Les dispositions de droit cantonal relatives aux négociations sont abrogées trois ans après l'entrée en vigueur de la présente loi.

Art. 48 Dispositions transitoires pour les bourses

¹ Les bourses existantes ont, à partir de l'entrée en vigueur de la présente loi, un délai de trois mois pour s'annoncer à l'autorité de surveillance et lui soumettre leurs règlements.

² L'autorité de surveillance statue sur l'autorisation, en principe, dans un délai d'un an après l'entrée en vigueur de la présente loi.

Art. 49 Dispositions transitoires pour les négociants

¹ Les négociants existants ont, à partir de l'entrée en vigueur de la présente loi, un délai de trois mois pour s'annoncer à l'autorité de surveillance et un délai de deux ans pour se conformer aux exigences de la loi. Dans des cas particuliers, l'autorité de surveillance peut raccourcir ou prolonger ce dernier délai.

² L'autorité de surveillance statue sur l'octroi de l'autorisation en principe dans un délai de trois ans à partir de l'entrée en vigueur de la présente loi.

³ Celui qui, le 31 décembre 1992, était admis à une bourse suisse en tant que négociant étranger ou dominé par des personnes domiciliées à l'étranger, n'est pas tenu de remplir la condition de réciprocité au sens de l'article 35.

Art. 50 Publicité des participations dans les sociétés cotées

Celui qui, à l'entrée en vigueur de la loi, détient une participation d'au moins 5 pour cent des droits de vote d'une société anonyme ayant son siège en Suisse et dont les titres sont traités en bourse doit l'annoncer à la société et aux bourses où les titres sont traités dans un délai de trois ans.

Art. 51 Obligation de présenter une offre

Celui qui, à l'entrée en vigueur de la présente loi, détient directement, indirectement ou de concert avec des tiers, des titres qui lui confèrent plus de 33 ⅓ pour cent, mais moins de 50 pour cent des droits de vote d'une société visée, doit présenter une offre portant sur tous les titres traités en bourse de cette société s'il acquiert des titres lui faisant dépasser le seuil de 50 pour cent des droits de vote.

Art. 52 Référendum et entrée en vigueur

¹ La présente loi est sujette au référendum facultatif.

² Le Conseil fédéral fixe la date de l'entrée en vigueur.

Message concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM) du 24 février 1993

In	Bundesblatt
Dans	Feuille fédérale
In	Foglio federale
Jahr	1993
Année	
Anno	
Band	1
Volume	
Volume	
Heft	17
Cahier	
Numero	
Geschäftsnummer	93.025
Numéro d'affaire	
Numero dell'oggetto	
Datum	04.05.1993
Date	
Data	
Seite	1269-1360
Page	
Pagina	
Ref. No	10 107 330

Das Dokument wurde durch das Schweizerische Bundesarchiv digitalisiert.

Le document a été digitalisé par les. Archives Fédérales Suisses.

Il documento è stato digitalizzato dell'Archivio federale svizzero.