

11.050

Message
relatif à la modification de la loi sur les bourses
(Délits boursiers et abus de marché)

du 31 août 2011

Messieurs les Présidents,
Mesdames, Messieurs,

Nous vous soumettons, par le présent message, un projet de modification de la loi sur les bourses (délits boursiers et abus de marché), en vous proposant de l'adopter.

Simultanément, nous vous proposons de classer l'intervention parlementaire suivante:

2006 M 06.3426 Révision totale des dispositions réprimant les délits d'initiés
(E 6.3.08, Wicki; N 13.3.08)

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

31 août 2011

Au nom du Conseil fédéral suisse:

La présidente de la Confédération, Micheline Calmy-Rey
La chancelière de la Confédération, Corina Casanova

Condensé

Le projet instaure, tant sur le plan pénal et que dans le droit de la surveillance, des normes qui sanctionnent efficacement les comportements abusifs sur le marché et qui tiennent compte de la réglementation internationale. Son objectif est de renforcer l'intégrité et la compétitivité de la place financière suisse.

Contexte

Les dispositions en vigueur réprimant les comportements abusifs sur le marché présentent certaines lacunes. Sur le plan pénal, l'une des faiblesses concerne le délit d'initiés. Les éléments constitutifs de l'infraction sont imprécis et trop restrictifs par rapport au droit européen. Par ailleurs, le calcul de l'amende en cas de violation de l'obligation de déclarer des participations est problématique du point de vue de l'Etat de droit. En matière de surveillance, le principal point qui prête le flanc à la critique est que, contrairement à l'UE, la Suisse n'interdit pas le délit d'initiés et la manipulation du marché à tous les acteurs du marché. Ces lacunes affaiblissent la protection des acteurs du marché et nuisent à l'intégrité, et par conséquent à la compétitivité, de la place financière suisse. Le projet propose diverses mesures pour combler les lacunes actuelles.

Contenu du projet

Sur le plan du droit pénal, le projet étend et précise les éléments constitutifs du délit d'initiés. L'infraction qualifiée de manipulation de cours ne subit pas de modification essentielle. Les deux infractions pénales sont transférées du code pénal dans la loi sur les bourses. Afin de répondre aux recommandations du GAFI et de permettre à la Suisse de ratifier la Convention du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme, le délit d'initiés et la manipulation de cours sont désormais qualifiés crime. Le projet fixe à 10 millions de francs l'amende maximale en cas de violation intentionnelle de l'obligation de déclarer des participations ou en cas de non soumission intentionnelle à une décision exécutoire en constatation de présenter une offre.

Sur le plan du droit de la surveillance, le projet prévoit l'interdiction du délit d'initiés et de la manipulation du marché pour tous les acteurs du marché. Les manipulations interdites peuvent être des opérations fictives comme des transactions réelles à caractère manipulateur. Pour faire respecter les interdictions mentionnées ainsi que les dispositions sur la déclaration de participations, l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) peut désormais appliquer à tous les acteurs du marché, et non plus seulement à ses assujettis, les instruments de surveillance à sa disposition, à savoir l'obligation de renseigner, la décision en constatation, la publication de la décision en matière de surveillance et la confiscation du gain. Par ailleurs, le projet accorde à la FINMA la possibilité de prononcer à titre de mesures provisionnelles la suspension du droit de vote et l'interdiction de nouveaux achats, si suffisamment d'indices montrent qu'il y a violation de l'obligation de déclarer des participations.

Le champ d'application des dispositions sur la déclaration de participations est étendu aux participations à des sociétés ayant leur siège à l'étranger dont tout ou partie des titres de participation sont cotés en Suisse à titre principal. Les prescriptions relatives aux offres publiques d'acquisition s'appliquent désormais aussi aux participations à des sociétés ayant leur siège à l'étranger dont tout ou partie des titres de participation sont cotés en Suisse à titre principal. La procédure en la matière subit des adaptations mineures; par ailleurs, la possibilité de payer des primes de contrôle est abolie. En outre, le projet dote aussi la Commission des offres publiques d'acquisition de la compétence de prononcer à titre de mesures provisionnelles la suspension du droit de vote et l'interdiction de nouveaux achats si suffisamment d'indices montrent qu'il y a violation de l'obligation de présenter une offre.

Table des matières

| | |
|---|-------------|
| Condensé | 6330 |
| 1 Présentation du projet | 6334 |
| 1.1 Situation juridique actuelle | 6334 |
| 1.1.1 Principes | 6334 |
| 1.1.2 Droit pénal | 6334 |
| 1.1.3 Droit de la surveillance | 6334 |
| 1.1.4 Coordination de la procédure | 6335 |
| 1.2 Lacunes du droit actuel | 6336 |
| 1.2.1 Droit pénal | 6336 |
| 1.2.1.1 Délit d'initiés | 6336 |
| 1.2.1.2 Manipulation de cours | 6337 |
| 1.2.1.3 Compétence en matière de poursuite pénale | 6337 |
| 1.2.1.4 Violation de l'obligation de déclarer des participations | 6337 |
| 1.2.1.5 Violation de l'obligation de présenter une offre | 6337 |
| 1.2.2 Droit de la surveillance | 6338 |
| 1.2.2.1 Lacunes concernant les délits d'initiés et les manipulations de cours prohibés dans le droit de la surveillance | 6338 |
| 1.2.2.2 Dispositions sur la déclaration de participations | 6338 |
| 1.2.2.3 Dispositions sur les offres publiques d'acquisition | 6339 |
| 1.2.2.3.1 Prime de contrôle | 6339 |
| 1.2.2.3.2 Champ d'application | 6340 |
| 1.2.2.3.3 Règles de procédure | 6340 |
| 1.3 Nouvelle réglementation | 6341 |
| 1.3.1 Droit pénal | 6341 |
| 1.3.1.1 Délit d'initiés | 6341 |
| 1.3.1.2 Manipulation de cours | 6342 |
| 1.3.1.3 Transfert du délit d'initiés et de la manipulation de cours dans la loi sur les bourses | 6342 |
| 1.3.1.4 Compétence en matière de poursuite pénale | 6342 |
| 1.3.1.5 Violation de l'obligation de déclarer des participations | 6343 |
| 1.3.1.6 Violation de l'obligation de présenter une offre | 6344 |
| 1.3.2 Droit de la surveillance | 6344 |
| 1.3.2.1 Interdictions des opérations d'initiés et des manipulations de marché relevant du droit de la surveillance | 6344 |
| 1.3.2.2 Dispositions sur la déclaration de participations | 6344 |
| 1.3.2.3 Dispositions sur les offres publiques d'acquisition | 6345 |
| 1.3.2.3.1 Prime de contrôle | 6345 |
| 1.3.2.3.2 Champ d'application | 6347 |
| 1.3.2.3.3 Règles de procédure | 6347 |
| 1.4 Résultats de la procédure préliminaire | 6348 |
| 1.4.1 Contexte | 6348 |
| 1.4.2 Résultats de la procédure de consultation | 6348 |

| | | |
|----------|--|-------------|
| 1.4.3 | Audition concernant la suppression de la prime de contrôle | 6349 |
| 1.4.4 | Innovations par rapport au projet de consultation | 6350 |
| 1.5 | Droit comparé et rapports avec le droit européen | 6351 |
| 1.5.1 | Grandes lignes du droit européen | 6351 |
| 1.5.2 | Interdiction des opérations d'initiés selon la MAD | 6352 |
| 1.5.3 | Interdiction des manipulations de marché selon la MAD | 6353 |
| 1.6 | Classement d'interventions parlementaires | 6354 |
| 2.2 | Modification du droit en vigueur | 6363 |
| 3 | Conséquences | 6364 |
| 3.1 | Conséquences pour la Confédération | 6364 |
| 3.2 | Conséquences pour les cantons | 6364 |
| 3.3 | Conséquences pour l'économie | 6365 |
| 3.3.1 | Importance économique de la place financière suisse | 6365 |
| 3.3.2 | Nécessité et possibilité d'une intervention de l'Etat | 6366 |
| 3.3.3 | Conséquences pour l'économie dans son ensemble et pour les participants au marché | 6367 |
| 4 | Liens avec le programme de la législature | 6367 |
| 5 | Aspects légaux | 6368 |
| 5.1 | Conformité constitutionnelle et légale | 6368 |
| 5.2 | Compatibilité avec les obligations internationales de la Suisse | 6368 |
| 5.3 | Délégation de compétences législatives | 6368 |
| | Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM) (Projet) | 6369 |

Message

1 Présentation du projet

1.1 Situation juridique actuelle

1.1.1 Principes

La place financière ne peut contribuer au développement positif de la place économique suisse qu'à condition d'être intègre, car de son intégrité dépendent la confiance des acteurs du marché et sa réputation internationale. Un apport important à la préservation et à la promotion de l'intégrité de la place financière réside dans la répression systématique des comportements abusifs sur le marché en tenant compte des réglementations internationales. Tout comportement nuisible au bon fonctionnement du marché financier entre dans cette catégorie.

En Suisse, les comportements abusifs sur le marché sont réprimés au niveau du droit pénal et du droit de la surveillance; le législateur a ainsi tenu compte de l'importance que revêt pour l'économie le bon fonctionnement du marché financier. Des règles d'autorégulation qui émanent notamment de la Bourse et de l'Association suisse des banquiers complètent ponctuellement les dispositions du droit pénal et du droit de la surveillance.

1.1.2 Droit pénal

Au niveau du droit pénal, la volonté de réprimer les abus de marché trouve sa traduction dans ce qu'on appelle les délits boursiers. Font notamment partie de ces infractions l'exploitation de la connaissance de faits confidentiels (délit d'initiés; art. 161 CP¹) et la manipulation de cours (art. 161^{bis} CP).

La poursuite et le jugement des infractions citées sont régis par le code de procédure pénale du 5 octobre 2007 (CPP)² et relèvent des autorités et tribunaux compétents au niveau cantonal.

1.1.3 Droit de la surveillance

Les comportements abusifs qui sont particulièrement nuisibles pour le marché sont poursuivis pénalement et sont interdits par le droit de la surveillance. Ceux dont la gravité ne justifie pas de sanction pénale sont réprimés par le droit de la surveillance. Les dispositions correspondantes relevant du droit de la surveillance figurent dans la loi du 24 mars 1995 sur les bourses (LBVM)³ et dans les circulaires de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) notamment. Il convient notamment de mentionner la circulaire 08/38 (Règles de conduite sur le marché) de la FINMA, qui définit les abus de marché à l'attention de certains établissements assujettis à la surveillance de cette dernière.

¹ RS 311.0

² RS 312.0

³ RS 954.1

La FINMA traite généralement les violations du droit de la surveillance dans le cadre d'une procédure de surveillance. Cette procédure se base sur les dispositions de la loi du 20 décembre 1968 sur la procédure administrative (PA)⁴. Elle permet à la FINMA de prendre, conformément à la LFINMA et à l'art. 35a LBVM, des mesures relevant du droit de la surveillance à l'encontre des personnes assujetties à sa surveillance selon l'art. 3 LFINMA, et de leurs employés assumant une fonction dirigeante, ainsi qu'à l'encontre de personnes travaillant dans le commerce des valeurs mobilières.

Contrairement au droit pénal, le droit de la surveillance n'a pas pour vocation de punir des comportements fautifs; mais de protéger les créanciers, les investisseurs et les assurés ainsi que de préserver le bon fonctionnement des marchés financiers. De ce fait, les mesures relevant du droit de la surveillance sont prises indépendamment de l'existence de comportements fautifs en principe. La violation coupable de dispositions du droit de la surveillance peut toutefois entraîner des sanctions pénales – par exemple en cas de violation de l'obligation de déclarer des participations selon l'art. 20 (cf. art. 41 LBVM).

1.1.4 Coordination de la procédure

Aux dispositions du droit de la surveillance visant à éviter les abus de marché correspondent souvent des infractions dans le droit pénal. Le cas échéant, cela donne lieu à l'ouverture d'une procédure de surveillance et d'une procédure pénale. Ces procédures sont en principe indépendantes. Néanmoins, elles doivent être coordonnées afin d'éviter que l'activité de l'une puisse entraver, voire compromettre les tâches de l'autre (art. 38, al. 2, LFINMA). La FINMA et l'autorité de poursuite pénale compétente doivent s'entendre sur la procédure prioritaire et sur les actes à exécuter au fur et à mesure, en respectant les dispositions applicables à chacune des procédures⁵.

La procédure de surveillance a pour but d'éliminer les irrégularités décelées et de rétablir la légalité aussi rapidement que possible. La procédure pénale vise essentiellement à régler le passé. Ainsi, la procédure de surveillance est en général prioritaire. Cela se justifie aussi par le fait que les éléments constitutifs de l'infraction sont généralement définis de façon plus large dans le droit de la surveillance que dans le droit pénal. Toutefois, il peut être judicieux de mener de front la procédure pénale et la procédure de surveillance dans certaines circonstances ou du moins accorder la priorité à certaines mesures pénales visant à conserver les preuves, notamment lorsque le délai de prescription pénale est déjà bien entamé.

⁴ RS 172.021

⁵ Cf. Schwob Renate/Wohlers Wolfgang, in: Watter Rolf/Vogt Nedim Peter (édit.), Basler Kommentar zum Börsengesetz und zum Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2^e éd., Bâle, 2011, N. 5 s. à propos de l'art. 38 LFINMA.

1.2 Lacunes du droit actuel

1.2.1 Droit pénal

1.2.1.1 Délit d'initiés

Dans le droit en vigueur, le délit d'initiés (art. 161 CP) présente notamment les lacunes suivantes:

- *Cercle des auteurs*: l'initié au sens de l'art. 161, ch. 1, CP doit être membre du conseil d'administration, de la direction ou de l'organe de révision, mandataire d'une société anonyme ou d'une société dominant cette société anonyme ou dépendant d'elle, membre d'une bourse, fonctionnaire ou auxiliaire de l'une de ces personnes. Les actionnaires et les personnes qui obtiennent une information d'initiés par le biais d'un délit ne sont pas considérés ipso facto comme des initiés. Les personnes qui exploitent ou transmettent à un tiers une information d'initiés dont elles ont eu connaissance fortuitement ne sont pas davantage punissables.

Cette définition restrictive du cercle des auteurs ne se justifie pas sur le fond: elle ne garantit pas suffisamment le bon fonctionnement du marché financier et l'égalité des chances entre les investisseurs. Elle s'écarte d'ailleurs du droit en vigueur dans la majorité des Etats membres de l'UE. Dans ces Etats, toute personne qui dispose d'informations d'initiés est susceptible d'être considérée comme un initié. Cette différence de régime constitue un risque pour la réputation de la place financière suisse.

- *L'objet de l'infraction* est constitué de faits confidentiels dont il est prévisible que la divulgation exercera une influence notable sur le cours d'actions, d'autres titres, d'effets comptables correspondants de la société ou d'options sur de tels titres négociés en bourse ou avant-bourse en Suisse. Les effets sur le cours des parts sociales, autres titres, effets comptables ou options correspondantes d'une société coopérative ou d'une société étrangère sont concernés également par analogie. Cette définition est imprécise et en partie dépassée.
- *Le délit d'initié est une infraction* au sens de l'art. 161, ch. 1, CP lorsque des faits confidentiels sont «exploités» ou «transmis». Il n'est pas clair si les recommandations d'achat ou de vente basées sur des informations d'initiés entrent dans cette définition⁶.
- *Qualification*: la mise en œuvre des recommandations du GAFI et la ratification de la Convention du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme requièrent que le délit d'initiés soit qualifié de crime.

⁶ Cf. Hürlimann Silvan, Der Insiderstrafatbestand, GSKR 4/2006, p. 317.

1.2.1.2 Manipulation de cours

La manipulation de cours (art. 161^{bis} CP) ne constitue une infraction que si elle repose sur la diffusion d'informations trompeuses ou la réalisation d'achats ou des ventes fictives de valeurs mobilières. Les *Watch Sales* et les *Matched Orders* font partie de ces opérations fictives; il s'agit d'opérations qui s'annulent économiquement ou dont l'ayant droit économique reste le même. Les transactions réelles à caractère manipulateur ne sont pas prises en compte en droit suisse alors qu'elles le sont dans certains pays européens comme par exemple l'Allemagne. Dans ces conditions, on peut se demander si le marché est suffisamment protégé et si la réputation de la place financière suisse ne risque pas d'en pâtir.

Au surplus, la mise en œuvre des recommandations du GAFI et la ratification de la Convention du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépitage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme requièrent que l'infraction de manipulation de cours soit érigée en crime.

1.2.1.3 Compétence en matière de poursuite pénale

Le délit d'initiés et la manipulation de cours sont des infractions complexes par nature, dont la poursuite et le jugement requièrent des connaissances particulières. L'expérience montre que les petits cantons qui ne sont que rarement amenés à poursuivre ce type de délits peinent à se doter du savoir-faire nécessaire. Un autre problème réside dans le fait que la compétence des cantons en matière de poursuite et de jugement des délits d'initiés et des manipulations de cours ne favorise pas l'instauration d'une pratique uniforme.

1.2.1.4 Violation de l'obligation de déclarer des participations

L'art. 41 LBVM prévoit que l'amende en cas de violation intentionnelle de l'obligation de déclarer des participations se calcule d'après l'écart entre les parts nouvelles dont dispose la personne tenue de les déclarer et le dernier seuil qu'elle avait déclaré. L'amende ne peut dépasser le double du prix des acquisitions et des ventes (art. 41, al. 2, LBVM). L'absence de plafonnement de l'amende est problématique pour des raisons relevant de l'Etat de droit. L'amende prononcée pourrait se chiffrer en milliards dans des cas extrêmes, or un tel montant serait disproportionné par rapport à la gravité de l'acte.

1.2.1.5 Violation de l'obligation de présenter une offre

La violation de l'obligation de présenter une offre selon l'art. 32 LBVM n'entraîne pas de sanction pénale, contrairement à la violation des obligations de déclarer selon les art. 20 et 31 LBVM. Cela ne se justifie pas objectivement, d'autant que la violation de l'obligation de déclarer peut avoir des conséquences lourdes pour les actionnaires minoritaires dans la mesure où aucune possibilité de se retirer ne leur est proposée après une prise de contrôle réussie.

1.2.2 Droit de la surveillance

1.2.2.1 Lacunes concernant les délits d'initiés et les manipulations de cours prohibés dans le droit de la surveillance

Le droit de la surveillance de l'UE interdit les délits d'initiés et les manipulations du marché de façon générale; la manipulation de marché est prohibée, qu'elle repose sur des opérations fictives ou des transactions réelles à caractère manipulateur. En Suisse, de tels comportements ne sont interdits qu'à certains assujettis de la FINMA selon la circulaire 08/38 (Règles de conduite sur le marché). Dans ces conditions, le bon fonctionnement du marché financier et les investisseurs ne sont pas suffisamment protégés. De plus, le décalage par rapport au droit européen pourrait avoir un impact négatif sur la réputation de la place financière suisse; il pourrait nuire à l'attrait de la Suisse et fournir un prétexte pour discriminer les prestataires de services financiers suisses dans l'UE.

1.2.2.2 Dispositions sur la déclaration de participations

L'obligation de déclarer des participations selon l'art. 20 LBVM se rapporte aux titres de participation des sociétés qui ont leur siège statutaire en Suisse et dont les titres de participation sont cotés en bourse en Suisse. Ainsi, les titres de participation de sociétés cotées en Suisse et qui exercent essentiellement leur activité commerciale en Suisse («siège effectif») ne doivent pas être déclarés lorsque le siège statutaire se situe à l'étranger. Lorsque le droit du pays étranger concerné ne prévoit pas non plus d'obligation de déclarer ces participations, une transparence suffisante n'est plus assurée sur le marché suisse, ce qui finit par nuire au bon fonctionnement du marché financier et affaiblir la protection des investisseurs.

Un autre problème réside dans le fait que les dispositions sur la déclaration des participations (art. 20 et 21 LBVM) s'appliquent à tous les acteurs du marché mais que la FINMA ne peut prendre des mesures relevant du droit de la surveillance que lorsque ces dispositions sont violées par des assujettis. Par ailleurs, pour plusieurs raisons, la possibilité d'ordonner une suspension du droit de vote prévue à l'art. 20, al. 4^{bis}, LBVM n'est pas satisfaisante. Tout d'abord, du point de vue matériel, les conséquences d'une telle suspension ne sont pas claires⁷. Par ailleurs, la concordance entre la suspension du droit de vote et les instruments de surveillance de la FINMA prévus par la LFINMA n'est pas suffisante. A l'heure actuelle, en cas de violation de l'obligation de déclarer les participations, la FINMA a notamment la possibilité de prononcer la confiscation du gain (art. 35 LFINMA) ou l'interdiction d'exercer (art. 33 LFINMA). Une suspension de vote définitive semble une mesure disproportionnée. Du point de vue formel, la compétence des tribunaux civils de prononcer une telle peine est donc insatisfaisante. L'expérience montre que les tribunaux civils ne prennent généralement pas de décision avant de disposer d'informations sur l'enquête de la FINMA. Le droit de vote n'est pour ainsi dire jamais suspendu à titre provisionnel. Dans ces conditions, des personnes qui ont pourtant violé l'obligation de déclarer peuvent malgré tout voter; ils peuvent même

⁷ Cf. Kunz Peter, Die Stimmrechtssuspendierung im revidierten Börsengesetz, RSDA 3/2008, p. 280 ss.

exercer leurs droits de vote immédiatement après l'acquisition et prendre le contrôle de la société le cas échéant. Le fait que la suspension du droit de vote puisse être contournée par l'acquisition de nouvelles participations constitue un autre problème. Summa summarum, le droit actuel ne protège pas suffisamment les sociétés contre les tentatives de remise en cause du statu quo.

1.2.2.3 Dispositions sur les offres publiques d'acquisition

1.2.2.3.1 Prime de contrôle

Selon l'art. 32, al. 4, LBVM, le prix d'une offre publique d'acquisition doit être au moins égal au cours de bourse et il ne doit pas être inférieur de plus de 25 % au prix le plus élevé payé par l'offrant pour des titres de la société visée dans les douze derniers mois. Il s'ensuit que les possibilités pour l'offrant de payer aux actionnaires dominants un prix plus élevé pour leurs actions que celui qu'il proposera aux actionnaires minoritaires lors de l'offre publique d'acquisition sont limitées («prime de contrôle»).

Le paiement d'une prime de contrôle viole le principe de l'égalité de traitement des actionnaires qui s'applique dans le droit des offres publiques d'acquisition. La prime de contrôle pousse les grands actionnaires des sociétés visées – et souvent les conseils d'administration qu'ils contrôlent – à se concentrer sur la négociation du prix des paquets d'actions déterminants échangés en amont plutôt que sur les modalités de prix de l'offre publique d'acquisition. Le prix versé aux petits actionnaires n'est pas satisfaisant en fin de compte, ce qui contredit l'esprit et la finalité de l'obligation de présenter une offre⁸. Par ailleurs, l'absence de transparence des négociations de prix torpille en partie les mécanismes du marché.

Selon l'art. 5, al. 4 de la directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, l'offrant doit proposer le prix le plus élevé que lui ou des personnes agissant de concert avec lui ont payé pour les mêmes titres dans la période qui précède l'offre; cette période est déterminée par les Etats membres et se monte à six mois au minimum à douze mois au maximum. Ainsi, il n'est pas possible de prévoir de prime de contrôle dans les législations nationales des Etats membres de l'UE. La prime de contrôle est prohibée aussi sur beaucoup d'autres places financières qui connaissent l'obligation de présenter une offre, par exemple en Chine, en Russie et dans les Etats américains de Pennsylvanie et du Maine⁹. Ces différences de régime suscitent l'incompréhension des investisseurs étrangers; elles affectent négativement leurs choix d'investissement et par conséquent l'afflux de liquidités. L'attrait de la place financière suisse en pâtit à l'heure où elle fait face à une intensification de la concurrence internationale (cf. explications au ch. 3.3.1); l'économie suisse dans son ensemble pourrait en subir les effets négatifs.

Le fait qu'une prime de contrôle puisse être versée sur des actions dont l'acquisition ne suffit pas à prendre le contrôle, par exemple dans le but de s'assurer le soutien de certains actionnaires importants, est également un point insatisfaisant.

⁸ Cf. Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Berne 2009, p. 201 s.; Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4^e éd., Zurich/Bâle/Genève 2009, N. 242a.

⁹ Cf. Daeniker Daniel, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, dans Tschäni (édit.), Merger & Acquisitions XIII, Zurich 2010, p. 122 ss.

1.2.2.3.2 **Champ d'application**

Selon l'art. 22, al. 1, LBVM, les dispositions sur les offres publiques d'acquisition s'appliquent en cas de participation à des sociétés suisses dont tout ou partie des titres de participation sont cotés en Suisse. Une société est en principe considérée comme suisse lorsque son siège statutaire se trouve en Suisse. Dans le cas contraire, la société est considérée comme étrangère et le droit des offres publiques d'acquisition suisse n'est en principe pas applicable, même si la société n'est cotée en bourse qu'en Suisse. Dans ce cas de figure, les intérêts des petits actionnaires ne sont pas suffisamment protégés pour peu que la société ne soit pas soumise non plus à la législation en matière d'offres publiques d'acquisition du pays étranger (conflit de loi négatif).

1.2.2.3.3 **Règles de procédure**

La compétence des tribunaux civils de prononcer la suspension du droit de vote en cas de violation de l'obligation de présenter une offre (art. 32, al. 7, LBVM) pose pour l'essentiel les mêmes problèmes que ceux évoqués en relation avec la disposition analogue figurant à l'art. 20, al. 4^{bis} LBVM (cf. ch. 1.2.2.2).

Selon l'art. 33b, al. 3, LBVM, les actionnaires détenant au minimum 2 % des droits de vote – exerçables ou non – de la société visée ont qualité de partie à la procédure devant la Commission des offres publiques d'acquisition (Commission des OPA) s'ils la requièrent. Toutefois, la déclaration des participations n'est obligatoire qu'à partir d'un seuil de 3 % (art. 20, al. 1, LBVM). Dans ces conditions, l'offrant n'a pas la possibilité d'identifier de manière certaine les actionnaires susceptibles d'intervenir lors de la procédure, ni d'évaluer le risque liés à des interventions avant que son offre – qui n'est pas rétractable – soit publiée¹⁰. Cela peut conduire à des processus inutiles et souvent longs qui nuisent à la sécurité du droit et, par conséquent, au bon fonctionnement du marché. Pour ces mêmes raisons, il est problématique que les dispositions légales sur la suspension des délais s'appliquent aux procédures de recours devant le Tribunal administratif fédéral.

L'art. 33c, al. 3, LBVM stipule que l'art. 33b LBVM s'applique à la procédure de recours devant la FINMA. La qualité de partie devant la FINMA est ainsi définie aux al. 2 et 3 de ce même art. 33b LBVM. L'intention du législateur était de réserver la possibilité d'être partie devant la FINMA aux personnes qui l'étaient déjà devant la Commission des offres publiques d'acquisition. Mais la formulation du texte permet aux actionnaires qui n'étaient pas intervenus en qualité de partie lors de la procédure devant la commission d'être partie devant la FINMA. A l'inverse, certains actionnaires qui avaient qualité de partie devant la commission peuvent être amenés à ne pas recourir contre la décision de celle-ci auprès de la FINMA si, en cours de procédure, ils ne remplissent plus les conditions requises. Cette interprétation de la loi serait boiteuse et ne correspond manifestement pas à la volonté du législateur.

¹⁰ Cf. Tschäni Rudolf/Iffland Jacques/Diem Hans-Jakob, in: Watter Rolf/Vogt Nedim Peter (édit.), *Basler Kommentar zum Börsengesetz und zum Finanzmarktaufsichtsgesetz*, 2^e éd., Bâle 2011, N. 14 à propos de l'art. 33b LBVM.

Enfin, le fait que la commission ne puisse pas percevoir d'émoluments selon l'art. 23, al. 5, LBVM auprès des actionnaires qui ont qualité de partie est également insatisfaisant.

1.3 Nouvelle réglementation

1.3.1 Droit pénal

1.3.1.1 Délit d'initiés

Le projet étend et précise les éléments constitutifs du délit d'initiés. Les points suivants méritent d'être soulignés:

- Le *cercle des auteurs* est élargi: toute personne physique est susceptible d'être un initié. Il n'est plus nécessaire qu'elle ait des qualités spéciales comme dans le droit actuel (art. 161, ch. 1, CP).
- L'*objet de l'infraction* est constitué des informations confidentielles dont la divulgation est susceptible d'influencer notablement le cours de valeurs mobilières admises au négoce d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse (informations d'initiés). L'expression «faits» est remplacée par celle de «informations». La Suisse s'aligne ainsi sur la terminologie qui a cours dans l'UE. Le champ d'application de la norme pénale n'est pas modifié de ce fait. Les valeurs mobilières correspondantes doivent être admises au négoce auprès d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse. Les notions de «confidentialité» et d'«incidence sur les cours» ne subissent pas de modification par rapport au droit actuel.
- Le *délit d'initié en tant qu'infraction* (primaire) est précisé par rapport au droit actuel. L'initié n'a pas le droit de se procurer un avantage pécuniaire ou d'en procurer un à un tiers en exploitant une information d'initiés de l'une des façons suivantes: en acquérant ou en aliénant des valeurs mobilières admises au négoce d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse ou en utilisant des instruments financiers qui en dérivent (état de fait 1), en divulguant l'information d'initié à un tiers (état de fait 2) ou en recommandant à un tiers, sur la base de l'information d'initié, d'acquérir ou d'aliéner des valeurs mobilières admises au négoce d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse ou d'utiliser des instruments financiers qui en dérivent (état de fait 3). Ainsi, les transactions portant sur des produits non standardisés hors bourse sont aussi concernées, pour autant que ces produits dépendent de valeurs mobilières admises au négoce d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse. Que la transaction ait lieu sur le marché réglementé ou non ne joue pas de rôle.
- Afin de tenir compte des recommandations du GAFI et de permettre à la Suisse de ratifier la Convention du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme, le délit d'initiés se voit conférer une forme qualifiée de crime.

1.3.1.2 Manipulation de cours

Des modifications mineures d'ordre rédactionnel sont apportées à la formulation des éléments constitutifs de la manipulation de cours. La notion d'«illégitimité» de l'avantage pécuniaire disparaît. Aucune disposition en droit suisse ne permet de déterminer quand l'avantage pécuniaire qui résulte d'une manipulation de cours est légitime ou non. Cette condition ne correspond donc pas à grand-chose en pratique. Par ailleurs, il est précisé que la diffusion d'informations fausses, et pas seulement trompeuses, est interdite. En outre, l'expression «valeurs mobilières admises au négoce d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse» remplace celle de «valeurs mobilières traitées en bourse» dans la nouvelle réglementation. Cette formulation est plus claire; elle est utilisée aussi dans le contexte du délit d'initiés.

Finalement, le projet ne prévoit pas d'étendre la manipulation de cours aux transactions réelles à caractère manipulateur. Le degré de gravité et de nuisibilité de ces transactions ne justifie pas une sanction pénale. Dans le droit de la surveillance, les transactions mentionnées seront désormais prohibées pour tous les acteurs du marché (cf. ch. 1.3.2.1); c'est par ce biais que le bon fonctionnement du marché financier et la protection des investisseurs seront assurés. Dans la majorité des Etats membres de l'UE, les transactions réelles à caractère manipulateur ne sont d'ailleurs prises en compte que dans le droit administratif (cf. ch. 1.5.3).

Afin de tenir compte des recommandations du GAFI et de permettre à la Suisse de ratifier la Convention du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme, l'infraction de manipulation de cours se voit conférer une forme qualifiée de crime.

1.3.1.3 Transfert du délit d'initiés et de la manipulation de cours dans la loi sur les bourses

Par nature, le délit d'initié et la manipulation de cours ont un rapport étroit avec les activités boursières. L'interdiction de ces comportements vise à assurer le bon fonctionnement du marché des capitaux et l'égalité des chances des investisseurs. L'objectif de la loi sur les bourses est de protéger ces biens juridiques. C'est pourquoi la réglementation réprimant les délits en question est transposée du code pénal dans la loi sur les bourses. Ainsi, tous les délits boursiers seront réglés dans un même acte législatif homogène; grâce à ce changement, il sera aussi possible de se référer aux notions définies dans la loi sur les bourses.

1.3.1.4 Compétence en matière de poursuite pénale

La compétence de poursuivre et de juger les délits d'initiés et les manipulations de cours sur le plan pénal passe des autorités cantonales au Ministère public de la Confédération et au Tribunal pénal fédéral. Ce changement permet de concentrer auprès d'une instance le savoir-faire requis pour poursuivre ces délits et d'éviter des doublons et des processus inefficients.

Le projet mis en consultation prévoyait de transférer également au Ministère public de la Confédération la compétence de réprimer sur le plan pénal les violations de l'obligation de déclarer des participations selon l'art. 41 LBVM. Or, rien ne justifiait ce transfert. Durant la procédure de consultation, seule la FINMA a relevé ce point, critiquant donc le transfert isolé d'une infraction liée aux marchés financiers.

Un examen approfondi de la question a montré qu'il n'y avait pas de corrélation suffisamment importante entre les infractions que sont d'une part le délit d'initiés et les manipulations de cours, et, d'autre part, l'obligation de déclarer des participations, pour justifier la poursuite par le Ministère public de la Confédération des auteurs d'infractions à cette dernière obligation. Alors que le délit d'initiés et la manipulation des cours constituaient jusqu'à ce jour des infractions pénales et présentent effectivement des similitudes avec les infractions pénales telles que la fraude et autres délits semblables, la violation de l'obligation de déclarer des participations est une infraction à la législation sur les marchés financiers. Conformément à toutes les lois concernant les marchés financiers, la répression de telles infractions incombe au DFF. Transférer la compétence de poursuivre et de juger les auteurs de violations de l'obligation de déclarer des participations se traduirait par une scission, et par conséquent par une perte partielle, du savoir-faire dans le domaine de la législation sur les marchés financiers actuellement concentré au DFF. Il est primordial de faire juger de manière égale toutes les infractions aux lois sur les marchés financiers par une seule et même autorité en possession du savoir spécialisé en la matière. Pour ces raisons, la compétence de poursuivre et de juger les auteurs d'infractions à l'obligation de déclarer des participations incombera à l'avenir aussi au DFF, qui gère également les autres délits liés aux marchés financiers.

1.3.1.5 Violation de l'obligation de déclarer des participations

L'amende maximale en cas de violation intentionnelle de l'obligation de déclarer des participations est fixée à 10 millions de francs; ce montant est adapté à la gravité de l'infraction et respecte le principe de légalité. Il tient aussi compte du fait que les sommes engagées pour commettre le délit se chiffrent généralement en millions. Une amende de 1 million est prévue lorsque l'infraction est commise par négligence. Ce montant a été introduit en 2009 et demeure adéquat.

Le degré de gravité de l'infraction ne justifie pas des amendes plus élevées; il serait disproportionné aussi d'ériger l'infraction en crime. D'autant que le projet donne à la FINMA la compétence de prononcer, à l'encontre de tout acteur du marché, la suspension du droit de vote et l'interdiction de nouveaux achats, à titre de mesures provisionnelles, si suffisamment d'indices montrent qu'il y a violation de l'obligation de déclarer des participations selon l'art. 20 LBVM, ainsi que la confiscation d'un éventuel gain, si elle constate qu'il y a bien eu violation de l'obligation de déclarer. Ces mesures ne sont certes pas des sanctions pénales: relevant du droit de la surveillance, elles sont axées sur l'avenir et visent à rétablir la légalité. Toutefois, combinés aux amendes proposées, les instruments de surveillance de la FINMA paraissent suffisamment dissuasifs. En conclusion, on peut partir du principe qu'ils sont de nature à prévenir les violations de l'obligation de déclarer.

1.3.1.6 Violation de l'obligation de présenter une offre

Une nouvelle disposition est introduite dans le but de mieux faire respecter l'obligation de présenter une offre. Elle prévoit que quiconque ne se soumet pas, intentionnellement, à une décision exécutoire en constatation de l'obligation de présenter une offre sera puni d'une amende de 10 millions au plus. Le montant de l'amende s'oriente d'après celui de l'amende infligée en cas de violation de l'obligation de déclarer des participations. Le degré de gravité des deux infractions est similaire.

1.3.2 Droit de la surveillance

1.3.2.1 Interdictions des opérations d'initiés et des manipulations de marché relevant du droit de la surveillance

En raison de leur caractère hautement dommageable pour le marché financier et afin de combler une lacune par rapport au droit européen, les opérations d'initiés et les manipulations de marché seront interdites à tous les acteurs du marché au niveau du droit de la surveillance. A cet égard, et contrairement à la manipulation de cours, qui est un élément constitutif d'une infraction pénale, l'interdiction des manipulations de marché frappera, outre les transactions fictives, toutes les transactions réelles revêtant un caractère de manipulation.

Sachant que le droit de la surveillance, à la différence du droit pénal, vise non pas à punir d'un comportement inadéquat mais à protéger les créanciers, les investisseurs et les assurés ainsi qu'à préserver le bon fonctionnement des marchés financiers, les interdictions des opérations d'initiés et les manipulations de marché qui relèvent du droit de la surveillance ne supposent aucun avantage pécuniaire, aucune intention d'enrichissement personnel ni aucune faute subjective, contrairement aux faits constitutifs d'une infraction pénale que sont les opérations d'initiés et les manipulations de cours. Afin d'éviter que ces interdictions aient une portée excessive, le Conseil fédéral édictera des prescriptions concernant les comportements licites.

La violation de l'interdiction des opérations d'initiés et des manipulations de marché relevant du droit de la surveillance sera sanctionnée par la FINMA en procédure de surveillance. Dans ce cadre, la FINMA pourra prononcer à l'encontre des assujettis les mesures de droit de surveillance prévues dans la LFINMA et une interdiction de pratiquer conformément à l'art. 35a LBVM. Vis-à-vis des autres acteurs du marché, elle ne pourra recourir qu'aux instruments de surveillance suivants: obligation de renseigner, décision en constatation, publication d'une décision en matière de surveillance et confiscation du gain acquis. La possibilité de recourir aux autres instruments de surveillance de la LFINMA, tels que l'interdiction d'exercer, serait inappropriée et disproportionnée pour les autres participants au marché.

1.3.2.2 Dispositions sur la déclaration de participations

Par souci d'éviter des conflits de réglementation négatifs, l'obligation de déclarer des participations au sens de l'art. 20 LBVM s'appliquera désormais aussi aux participations détenues dans des sociétés ayant leur siège à l'étranger et dont tout ou partie des titres sont cotés à titre principal en Suisse.

Afin de faire en sorte que les dispositions concernant la publication de participations puissent s'imposer non seulement aux assujettis à la surveillance, mais encore aux autres acteurs du marché, la FINMA disposera des instruments de surveillance que sont l'obligation de renseigner, la décision en constatation, la publication d'une décision en matière de surveillance et la confiscation du gain acquis. La possibilité de recourir aux autres instruments de surveillance de la LFINMA, tels que l'interdiction d'exercer, serait inappropriée et disproportionnée.

De plus, pour préserver le statu quo de la société pendant la durée de suspension du droit de vote, mais aussi pour des raisons d'économie procédurale, la compétence de la suspension sera transférée du juge civil à la FINMA. La suspension du droit de vote deviendra ainsi un instrument de surveillance de la FINMA.

Par ailleurs, la suspension du droit de vote sera désormais uniquement un instrument de surveillance. Elle sera donc levée dès que la FINMA aura constaté qu'il n'y a pas obligation de déclarer ou que la personne concernée a respecté son obligation en la matière. Cette modification tient compte de la situation décrite sous ch. 1.2.2.2, selon lequel la création de nouveaux instruments pour la FINMA a nettement amélioré l'exécution de l'obligation de déclarer les participations. Le présent projet vient encore renforcer l'éventail d'instruments à la disposition de la FINMA. Celle-ci aura désormais notamment la possibilité de prononcer à l'encontre de tout acteur du marché qui n'aura pas rempli son obligation selon l'art. 20 LBVM, la confiscation du gain acquis ou du montant dont la perte a été évitée. De plus, l'autorité de poursuite pénale pourra infliger une amende. La suspension définitive du droit de vote, un instrument problématique à maints égards (droits de partie découlant de la procédure administrative insuffisants pour les actionnaires et la société, ingérence dans le droit de propriété et la liberté économique, éventuelles conséquences civiles de la suspension du droit de vote, concentration des pouvoirs aux mains de la FINMA), devient obsolète.

En outre, afin d'éviter que la suspension du droit de vote ne puisse être contournée par l'acquisition de nouvelles participations, la FINMA pourra édicter une interdiction d'achat.

1.3.2.3 Dispositions sur les offres publiques d'acquisition

1.3.2.3.1 Prime de contrôle

Le prix de l'offre publique d'acquisition au sens de l'art. 32, al. 4, LBVM devra désormais être au moins égal au plus élevé des deux montants suivants: le cours de bourse ou le prix le plus élevé payé par l'offrant pour des titres de la société visée dans les douze derniers mois. Cette modification supprime la possibilité de verser une prime de contrôle.

Pour résumer la réflexion développée sous ch. 1.2.2.3.1, la possibilité de verser une prime de contrôle risque de nuire à la compétitivité de la place financière et boursière suisse. Une bourse qui fonctionne bien, avec efficacité, est pour notre pays un facteur d'implantation majeur. D'où l'importance d'adapter la législation dans le domaine boursier de manière que la Bourse suisse reste compétitive, raison pour laquelle la possibilité de verser une prime de contrôle est supprimée.

L'argument initial du législateur selon lequel la possibilité du contrôle représenterait une valeur économique à payer dans le cadre d'une prime doit s'effacer non seulement devant l'impératif de compétitivité de la place financière suisse mais aussi devant le principe de l'égalité de traitement. L'égalité de traitement constitue une exigence essentielle de la loi sur les bourses (cf. art. 1 LBVM) et génère un afflux de fonds sur le marché des capitaux, sachant que l'investisseur moyen est en droit d'escompter un rendement plus élevé en application du principe de l'égalité de traitement¹¹. Un gros actionnaire peut avoir encouragé lui-même la cotation de la société ou avoir acquis ultérieurement sa participation sur le marché. Dans un cas comme dans l'autre, il a profité des avantages du marché et doit donc accepter l'égalité de traitement des actionnaires découlant du marché¹².

Une simple restriction de la possibilité de verser une prime de contrôle sur les participations prendrait trop peu en considération à la fois l'importance de la compétitivité de la place financière suisse et le principe de l'égalité de traitement.

Par conséquent, la suppression pure et simple de cette possibilité est justifiée par un intérêt public prépondérant, sans compter qu'elle respecte le principe de proportionnalité. La modification proposée ne constitue pas, de ce fait, une ingérence illicite dans la liberté contractuelle.

Il n'y a pas lieu de craindre que la suppression de la possibilité de verser une prime de contrôle ne conduise à ne plus lancer certaines offres ou à renchérir les offres d'achat publiques. Au contraire, l'offrant intéressé par une prise de contrôle imputera la «plus-value» du contrôle sur le prix offert au lieu de la verser à titre de prime à un gros actionnaire dans le cadre d'une acquisition préalable¹³. Pour des raisons de proximité géographique, les alternatives envisageables pour des entreprises cotées à la Bourse suisse devraient être surtout des places européennes telles que Londres ou Francfort. Mais comme l'UE ne connaît pas de prime de contrôle, la modification proposée ne pourra pas inciter des entreprises à ne plus se faire admettre à la cote en Suisse. Sachant par ailleurs qu'outre l'UE, un grand nombre d'autres places financières interdisent le versement d'une prime de contrôle, rien ne permet de penser non plus que les investisseurs cesseront de prendre des participations dans des entreprises cotées à la Bourse suisse. Autrement dit, cette modification ne se traduira pas par une perte de compétitivité pour la Bourse suisse.

La modification proposée n'oblige nullement à restreindre la possibilité d'exclure dans les statuts l'applicabilité des dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition (art. 22, al. 2 et 3, LBVM). L'expérience a montré qu'une clause dite d'*opting out* est généralement considérée comme étant en contradiction avec la protection des participations minoritaires et un bon gouvernement d'entreprise et risque d'avoir des répercussions négatives sur le cours en bourse. Pour les actionnaires minoritaires, l'unique problème n'en demeure pas moins une clause d'*opting out* ultérieure. L'idée de l'appliquer à seul dessein d'affranchir un offrant concret de l'obligation de présenter une offre et, partant, de l'interdiction de verser une prime de contrôle, serait tout à fait sélective et la Commission des OPA ne la tolérerait pas au regard de sa pratique actuelle.

¹¹ Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Berne 2009, p. 31 s.

¹² Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Berne 2009, p. 202 s.

¹³ Cf. Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Berne 2009, p. 32; Jentsch Valentin, Prämienanalyse bei öffentlichen Übernahmeangeboten gemäss Börsengesetzgebung, GesKR 3/2010, p. 375.

La référence sera le prix payé par l'offrant durant les douze derniers mois pour les titres de la société visée. Un délai réduit tiendrait trop peu compte du principe de l'égalité de traitement en droit boursier. De surcroît, le délai de l'offre s'aligne sur la réglementation britannique des OPA, un modèle du genre pour la Suisse comme pour l'UE, qui s'honore au demeurant de plus de 40 ans d'histoire.

Le critère de référence du «cours de bourse» sera conservé. N'était-ce le seuil du cours de bourse, il serait possible de proposer aux destinataires de l'offre, en cas de hausse des cours, un prix offert inférieur au cours de bourse, sous réserve que l'acquisition préalable ait eu lieu à ce prix. Une telle offre ne présenterait aucun intérêt économique pour les actionnaires et permettrait à l'acquéreur tenu de présenter une offre d'échapper à son obligation.

1.3.2.3.2 Champ d'application

Les dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition (art. 22 ss LBVM) s'appliqueront désormais aussi aux participations détenues dans des sociétés ayant leur siège à l'étranger et cotées pour tout ou partie en Suisse à titre principal. Cela permettra de prévenir les conflits de réglementation et de mieux défendre les intérêts des actionnaires publics.

1.3.2.3.3 Règles de procédure

La compétence quant à la possibilité de suspendre le droit de vote prévue à l'art. 32, al. 7, LBVM en cas de non-respect de l'obligation de présenter une offre sera transférée à la Commission des OPA dans le souci de préserver le statu quo pour la société visée mais aussi de faciliter le caractère exécutoire de cette obligation et sera complétée d'une interdiction d'achat. Pour des raisons de proportionnalité, ces deux mesures doivent être levées lorsque la FINMA constate qu'il n'y a pas obligation de présenter une offre ou que la personne a respecté son obligation. Elles agissent donc à titre provisionnel.

L'art. 33b, al. 3, LBVM sera modifié en ce sens que les actionnaires détenant au minimum 3 % (au lieu de 2 %) des droits de vote, exerçables ou non, de la société visée auront également qualité de partie à la procédure s'ils la requièrent devant la Commission des OPA. L'adaptation à l'art. 20 LBVM, qui ne prévoit une obligation de déclarer qu'à partir d'une participation de 3 %, permettra à l'offrant de mieux estimer son risque de procès et, par là même, d'accélérer la procédure d'acquisition. Toujours dans le souci d'accélérer la procédure d'acquisition, il sera stipulé que les dispositions légales concernant les fêtes ne s'appliquent pas aux procédures devant le Tribunal administratif fédéral (art. 33d, al. 3 LBVM).

Le renvoi de l'art. 33c à l'art. 33b, al. 2 et 3, LBVM est abrogé afin qu'il soit clair que la qualité de partie devant la FINMA est réglée par l'art. 48 PA de façon définitive. Ainsi, seuls les actionnaires qui étaient déjà partie à la procédure devant la Commission des OPA pourront l'être devant la FINMA (cf. la condition formelle posée à l'art. 48, al. 1, let. a, PA). De surcroît, l'art. 23, al. 5 dispose désormais que les actionnaires ayant qualité de partie à la procédure devant la Commission pourront être redevables d'émoluments.

1.4 Résultats de la procédure préliminaire

1.4.1 Contexte

En juin 2003, le Groupe d'action financière (GAFI) a révisé entièrement ses recommandations en matière de lutte contre le blanchiment d'argent et les a adaptées à des formes nouvelles de criminalité dans les domaines du blanchiment et du financement du terrorisme. Selon les recommandations ainsi révisées, les opérations d'initiés et les manipulations de cours ont été ajoutées à la liste des infractions préalables au blanchiment d'argent. Sachant que ces éléments constitutifs de l'infraction ont soulevé dans les milieux scientifiques et politiques des critiques pour d'autres raisons – notamment leur manque de précision et leur angle de vue trop étroit –, ils ont été retirés du message sur la mise en œuvre des recommandations révisées du GAFI¹⁴.

Par la suite, le 29 septembre 2006 exactement, le Conseil fédéral a chargé le DFF et le Département fédéral de justice et police (DFJP) de réfléchir à une révision des délits boursiers et des abus de marché. A partir des résultats de cette étude, une commission d'experts placée sous la présidence de Rolf Watter a été chargée le 21 septembre 2007 de se pencher sur les problèmes liés aux délits boursiers et aux abus de marché et de proposer des solutions. La commission d'experts a adopté son rapport le 29 janvier 2009¹⁵, sur la base duquel le DFF a élaboré un projet de consultation.

1.4.2 Résultats de la procédure de consultation

Le 13 janvier 2010, le Conseil fédéral a chargé le DFF de mener une procédure de consultation concernant une modification de la loi sur les bourses (délits boursiers et abus de marché). La consultation s'est terminée le 30 avril 2010.

Le projet soumis à consultation coïncidait pour l'essentiel avec le présent projet. Il prévoyait cependant, en cas de violation intentionnelle de l'obligation de déclarer des participations, une amende maximale de 500 000 francs. Il appelait en outre les participants à la consultation à se prononcer sur la question de savoir s'il y avait lieu d'interdire aux acteurs du marché toutes les transactions réelles ayant un caractère manipulateur (surveillance générale du marché) – à charge pour la FINMA de définir ces comportements – ou si l'interdiction décrétée dans le cadre de la surveillance dite élargie du marché financier devait être restreinte à quelques infractions clairement définies dans la loi. Le projet de consultation ne portait pas encore sur l'extension de l'applicabilité des dispositions relatives à la déclaration de participations, aux offres publiques d'acquisition ainsi qu'aux autres modifications relevant des dispositions concernant les OPA.

A une forte majorité, les participants à la consultation ont porté une appréciation positive sur les grandes lignes du projet. Ils se sont déclarés largement favorables en particulier à la refonte des infractions pénales que sont les opérations d'initiés et les manipulations de cours, ainsi qu'à leur transposition dans la loi sur les bourses.

¹⁴ FF 2007 5926 5933

¹⁵ Ce rapport peut être consulté sous:
<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01375/index.html?lang=fr>

L'inscription dans la loi de l'interdiction des opérations d'initiés et des manipulations de cours au titre du droit de la surveillance ainsi que des instruments de surveillance que sont la décision en constatation, la publication d'une décision en matière de surveillance et la confiscation, de même que de l'interdiction d'achat, à également été saluée par la majorité des participants.

Par contre, la question de savoir s'il convenait de mettre en place une surveillance générale ou élargie du marché a donné lieu à controverse. Les opposants à une surveillance élargie se sont prononcés en majorité en faveur de l'élargissement non pas parce que la surveillance générale leur paraissait aller trop loin mais parce qu'ils jugeaient trop imprécise la définition qu'en donnait le projet de consultation. Ils ont fait valoir que la compétence dévolue à la FINMA de déterminer quels sont les comportements interdits violait le principe de légalité. Parmi les autres sujets de controverse, relevons la question du montant maximal de l'amende exigible en cas d'infraction délibérée à l'obligation de déclarer des participations ainsi que la définition, au regard du droit de la surveillance, de l'interdiction des opérations d'initiés et des manipulations de cours ou, plus exactement, le rapport entre droit de la surveillance et droit pénal.

1.4.3 Audition concernant la suppression de la prime de contrôle

Dans le cadre de la consultation, la Commission des OPA avait notamment conclu que le versement d'une prime de contrôle n'était plus justifié et avait annoncé la remise d'un dossier à propos de la révision de l'art. 32, al. 4, LBVM. Ce dossier est parvenu fin 2010 au Secrétariat d'Etat aux questions financières internationales (SFI).

La Commission des OPA a soumis deux propositions concrètes en vue de l'adaptation de l'art. 32, al. 4, LBVM. La première prévoyait que le prix offert soit égal ou supérieur au cours de bourse ou au prix maximum payé par l'offrant durant les douze derniers mois pour des titres de participation de la société visée, ce qui revenait à supprimer la prime de contrôle. La seconde proposition visait à restreindre la possibilité de verser une prime de contrôle à l'acquisition préalable d'une participation de contrôle. Afin de pouvoir juger si un intérêt public justifiait la modification de l'art. 32, al. 4, LBVM et s'il fallait l'inclure dans la révision en cours de la loi sur les bourses, le SFI a mené du 25 janvier au 24 février 2011 une procédure d'audition à propos des propositions de la Commission des OPA.

Les participants à cette audition se sont prononcés majoritairement en faveur de la suppression de la prime de contrôle, faisant valoir en substance que la réglementation actuelle était contraire au principe de l'égalité de traitement des actionnaires figurant dans le droit des OPA, mais aussi au droit communautaire européen, ce qui se traduirait par des inconvénients en termes de compétitivité pour la place financière suisse.

Les opposants à la suppression de la prime de contrôle ont principalement argué que la possibilité de verser une prime de contrôle représentait une valeur économique à payer dans le cadre d'une prime. Supprimer la prime de contrôle reviendrait donc à empiéter injustement sur la liberté contractuelle, sans compter que cela renchérirait les OPA.

Seul un petit nombre de participants à l'audition a cautionné, à titre de compromis, la restriction du versement d'une prime de contrôle aux participations de contrôle.

1.4.4 Innovations par rapport au projet de consultation

Sur la base de la consultation, de l'audition concernant la suppression de la prime de contrôle et dans le cadre de la refonte du projet par le Conseil fédéral, les modifications matérielles suivantes ont été faites par rapport au projet soumis à la consultation:

- Le terme d'«avantage pécuniaire substantiel» employé à propos des infractions qualifiées que sont les opérations d'initiés et les manipulations de cours est chiffré avec précision (art. 40, al. 2, et art. 40a, al. 2, P-LBVM).
- L'amende maximale exigible en cas de violation intentionnelle de l'obligation de déclarer des participations est fixée non pas à 500 000 francs mais à 10 millions de francs (art. 41, al. 1, P-LBVM).
- Les mesures sanctionnant la violation de l'obligation de déclarer des participations restent de la compétence du DFF et ne sont donc pas transférées au Ministère public de la Confédération ni au Tribunal pénal fédéral.
- Une nouvelle infraction pénale est créée. Elle réprime la non soumission intentionnelle à une décision exécutoire en constatation de l'obligation de présenter une offre (art. 32 LBVM). L'infraction est punie d'une amende maximale de 10 millions de francs (art. 41a P-LBVM).
- Les infractions relevant du droit de la surveillance que sont l'exploitation d'informations d'initiés (art. 33e P-LBVM) et la manipulation du marché (art. 33f P-LBVM) sont formulées sans mention des éléments constitutifs de l'infraction – intention de s'enrichir et avantage pécuniaire –, et ce, en dérogation aux infractions pénales des opérations d'initiés et des manipulations de cours.
- La suspension du droit de vote ainsi que l'interdiction d'achat sont aménagées sous la forme de mesures provisionnelles (art. 32, al. 7 et art. 34^{ter} P-LBVM).
- L'applicabilité des dispositions relatives à la déclaration de participations et aux offres publiques d'acquisition est étendue aux participations détenues dans les sociétés ayant leur siège à l'étranger et dont la totalité ou une partie des titres sont cotés en Suisse à titre principal (art. 20, al. 1 et art. 22, al. 1, P-LBVM).
- Les instruments de surveillance que constituent l'obligation de renseigner, la décision en constatation, la publication de la décision et la confiscation du gain s'appliquent à tous les acteurs du marché qui violent l'art. 21 LBVM.
- La possibilité de verser une prime de contrôle est supprimée (art. 32, al. 4, P-LBVM).
- Les dispositions relatives aux offres publiques d'acquisition sont redéfinies sur différents points (art. 25, al. 5, art. 33b, al. 3, art. 33c, al. 3, et art. 33d, al. 3, P-LBVM).

1.5 Droit comparé et rapports avec le droit européen

1.5.1 Grandes lignes du droit européen

La directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché¹⁶ (ci-après: directive contre les abus de marché, MAD¹⁷) a pour but d'harmoniser les réglementations visant à lutter contre les abus de marché, afin de garantir l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs dans ces marchés (cf. considérant ch. 12 MAD).

Selon la directive contre les abus de marché, chaque Etat membre doit prévoir au minimum des mesures de droit administratif pour lutter contre les opérations d'initiés et les manipulations de marché. Ces mesures doivent être efficaces, proportionnées et dissuasives. Les Etats membres sont libres de sanctionner ces délits sur le plan pénal (cf. art. 14, al. 1, MAD). Il convient de préciser ici que les Etats membres ne connaissent pas de distinction uniforme entre droit administratif et droit pénal. Soit les sanctions administratives et pénales sont alternatives (p. ex. Espagne et Allemagne), soit elles sont cumulatives (p. ex. Italie, France, Grèce). Dans le premier cas, la distinction est fondée soit sur des critères quantitatifs (Espagne), soit sur des critères qualitatifs (Allemagne)¹⁸. La grande marge de manœuvre laissée aux Etats membres pour sanctionner les opérations d'initiés et les manipulations de marché a pour conséquence que les réglementations nationales sont très divergentes¹⁹.

Au sein de l'Union européenne, on cherche actuellement à réviser les directives sur les abus de marché et à harmoniser les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers, mais aucune proposition concrète n'est disponible à l'heure actuelle. La Commission européenne présentera probablement ses premières propositions dans la seconde moitié de 2011.

Pour autant que nous puissions en juger aujourd'hui, les éléments suivants de la directive sur les abus de marché devraient être révisés en priorité: l'élargissement du champ d'application, notamment à la tentative de manipulation du marché et aux instruments négociés sur des systèmes de négoce multilatéraux, l'amélioration du régime de sanctions, notamment par la détermination d'un montant minimal des amendes, et enfin le développement d'un arsenal législatif européen uniforme, qui restreigne la marge de manœuvre des Etats membres de l'UE dans l'application de la directive sur les abus de marché²⁰.

¹⁶ JO L 96 du 12.4.2003, p. 16, modifié par la directive 2010/78/EU, JO L 331 du 15.12.2010, p. 120.

¹⁷ Market Abuse Directive.

¹⁸ Cf. Petropoulos Vasileios, *Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts vor Manipulationshandlungen nach schweizerischem und EU-Recht*, Diss. Zurich 2009, p. 49 ss.

¹⁹ Cf. Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD) du Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR; depuis le 1^{er} janvier 2011: ESMA) du 17 octobre 2007 (rapport CESR).

²⁰ Cf. Public Consultation on a Revision of the Market Abuse Directive (MAD) du 25 juin 2010.

L'UE étudie par ailleurs l'introduction d'une mise à niveau générale des systèmes de sanctions nationaux dans le domaine des services financiers. La Commission européenne est d'avis que tous les Etats membres devraient notamment prévoir des sanctions administratives minimales standard pour chaque infraction à une disposition importante du droit européen²¹. L'adaptation d'un régime de sanctions unifié aux dispositions de la directive sur les abus de marché n'a pas encore été définie.

1.5.2 Interdiction des opérations d'initiés selon la MAD

La directive sur les abus de marché interdit aux initiés d'utiliser des informations privilégiées pour acquérir ou céder, ou tenter d'acquérir ou de céder, pour leur propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapportent ces informations (art. 2, par. 1 MAD). Elle leur interdit par ailleurs de communiquer toute information privilégiée à une autre personne, si ce n'est dans le cadre normal de l'exercice de leur travail, de leur profession et de leurs fonctions et de recommander à d'autres personnes d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d'une information privilégiée, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information (art. 3 MAD).

La catégorie des personnes susceptibles d'être qualifiées d'initiés comprend tout d'abord les initiés dits primaires. Ce sont notamment les membres des organes qui administrent, gèrent ou surveillent l'émetteur ainsi que les personnes qui, de par leur participation au capital de l'émetteur ou de par leur travail, leur profession ou leurs fonctions, ont accès aux informations visées (art. 2 MAD). Ce sont également les personnes qui ont obtenu des informations privilégiées par le biais d'activités criminelles. La catégorie des contrevenants comprend par ailleurs les initiés dits secondaires, à savoir toutes les personnes disposant d'informations dont elles savaient ou auraient dû savoir qu'il s'agissait d'informations privilégiées (art. 4 MAD). L'interdiction des délits d'initiés concerne aussi bien les personnes physiques que les personnes morales (art. 1, ch. 6, en relation avec art. 2, par. 1, MAD).

Le champ d'application de la directive à raison de la matière englobe tous les instruments financiers admis au négoce d'un marché réglementé dans au moins un état membre ou qui ont fait l'objet d'une demande d'admission à un tel marché (art. 9, ch. 1, en relation avec art. 1, ch. 1, MAD). Elle s'applique également à tout instrument financier non admis au négoce d'un marché réglementé mais dont la valeur dépend d'un instrument financier admis (art. 9, par. 2, MAD). Les produits hors bourse non standardisés sont donc concernés dans la mesure où leur valeur dépend d'un instrument financier admis sur le marché. Que la transaction en question soit exécutée sur un marché réglementé ou non ne joue aucun rôle (art. 9, ch. 1, MAD).

Une information privilégiée est une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, des émetteurs d'instruments financiers ou des instruments financiers, et qui serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés (cf. art. 1, par. 1, MAD).

²¹ Cf. Communication de la Commission – Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur financier (8 décembre 2010) [COM(2010) 716 final].

La plupart des Etats membres sanctionnent les opérations d'initiés aussi bien en droit administratif qu'en droit pénal. En principe, les initiés primaires sont sanctionnés plus sévèrement que les initiés secondaires.

1.5.3 Interdiction des manipulations de marché selon la MAD

L'art. 5 de la directive sur les abus de marché impose aux Etats membres d'interdire à toute personne – physique ou morale – d'opérer des manipulations de marché. Les comportements suivants sont considérés comme tels (art. 1, par. 2, MAD):

- le fait d'effectuer des opérations sur valeurs mobilières ou d'émettre des ordres d'achat ou de vente qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers ou qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel, à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres puisse prouver que les raisons qui l'ont poussée à le faire sont légitimes et que ces opérations ou ces ordres sont conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné;
- le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice;
- le fait de diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias (dont Internet) ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs et de diffuser des informations fausses ou trompeuses, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses.

La définition de la manipulation de marché s'applique uniquement au comportement de la personne concernée, à l'exclusion de ses intentions ou de son but. Elle englobe toutes les transactions réelles relevant de la manipulation. La plupart des Etats membres répriment la manipulation du cours d'instruments financiers sur les plans aussi bien administratif que pénal, à l'exception de quelques Etats, dont l'Autriche, qui ne prévoient qu'une sanction administrative. Par contre, les transactions réelles relevant de la manipulation sont le plus souvent interdites seulement au niveau du droit administratif, sauf par exemple par l'Allemagne.

1.5.4 Le projet en comparaison avec le droit européen²²

Le projet prévoit l'interdiction des opérations d'initiés et des manipulations de marché pour tous les acteurs du marché soumis à un régime de surveillance. Il

²² Le présent chapitre se limite à un commentaire général du projet en comparaison avec le droit européen. Pour plus de détails – en particulier concernant la suppression de la possibilité de verser une prime au contrôle – se référer aux explications présentées aux ch. 1.2 et 1.3.

instaure des mesures efficaces et proportionnées pour réprimer la violation des obligations en matière de surveillance. Il répond ainsi pour l'essentiel aux exigences de la directive sur les abus de marché.

Le projet inclut par ailleurs la répression pénale des opérations d'initiés et des manipulations du cours d'instruments financiers, mais ne réprime sur le plan pénal pas les transactions réelles relevant de la manipulation. Dans la mesure où la compréhension différente des droits administratif et pénal en Suisse et dans les autres Etats membres autorise une comparaison (cf. ch. 1.5.1), cette réglementation est en adéquation avec celle de la plupart des Etats de l'UE. Elle est donc également compatible pour l'essentiel avec le droit des Etats membres de l'UE en ce qui concerne les éléments mentionnés précédemment en matière de droit pénal.

Il n'est pas encore possible de savoir si les projets de révision prévus par l'UE apporteront ou non de nouveaux éléments importants dans la mesure où il n'y a guère de propositions concrètes de réglementation à l'heure actuelle. Il est toutefois urgent de procéder à des adaptations du droit suisse et il ne convient pas d'attendre l'adoption des projets de révision de l'UE pour modifier la loi sur les bourses.

1.6 Classement d'interventions parlementaires

La motion Wicki (06.3426), Révision totale des dispositions réprimant les délits d'initiés, charge le Conseil fédéral de procéder à une révision totale des art. 161 et 161^{bis} CP et de soumettre un projet allant dans ce sens à l'Assemblée fédérale. Cette motion est mise en œuvre par le présent message et peut être classée.

2 Commentaire des articles

2.1 Loi sur les bourses

Préambule

Le préambule contient les dispositions de la Constitution.

Art. 2, let. f (nouvelle)

La notion de «délit d'initié» est utilisée à plusieurs reprises dans les art. 33e et 40a P-LBVM. Celle d'«information d'initié» équivaut sur le fond aux «faits confidentiels» de l'art. 161 CP en vigueur. Les titres concernés doivent être admis au négoce d'une bourse ou d'une institution analogue en Suisse. Cette définition permet d'inclure les titres du *Sponsored Segment* de SIX Swiss Exchange qui, bien qu'admis au négoce, ne sont pas cotés. Les notions de «confidentialité» et d'«influence notable sur le cours de valeurs mobilières» sont les mêmes que celles du droit en vigueur (art. 161 CP).

Art. 20

Al. 1

Les dispositions sur la déclaration des participations s'appliquent dorénavant aussi aux participations à des sociétés dont le siège statutaire se trouve à l'étranger, pour autant que la totalité ou une partie de leurs titres soient cotés à titre principal en Suisse. La bourse auprès de laquelle une société est cotée à titre principal est celle dont elle doit respecter les règles systématiquement, même si celles-ci sont en conflit avec les règles d'une autre bourse auprès de laquelle la société est cotée. Ainsi, la cotation à titre principal ne coïncide pas nécessairement avec la cotation primaire, notion qui apparaît dans les règlements des bourses.

Au besoin, le Conseil fédéral précisera la notion de cotation principale dans l'ordonnance sur les bourses (cf. art. 45 LBVM).

Al. 4bis

La compétence de suspendre le droit de vote de personnes ayant acquis ou aliéné des titres en violation de l'obligation de déclarer est transférée des tribunaux civils à la FINMA. Comme il s'agira à l'avenir d'un instrument de surveillance dont disposera la FINMA, la disposition en la matière a été placée à la section 6, intitulée «Surveillance» (cf. art. 34b P-LBVM). Des explications plus détaillées concernant les modifications de fond figurent sous la disposition mentionnée.

Art. 22

Al. 1

Le champ d'application des dispositions sur les offres publiques d'acquisition correspond à celui des dispositions sur la publicité des participations. La loi portera dorénavant non seulement sur les titres des sociétés ayant leur siège en Suisse et dont tout ou partie des titres sont cotés en Suisse, mais aussi sur les titres des sociétés ayant leur siège à l'étranger pour autant qu'elles soient cotées à titre principal en Suisse. Des explications concernant la notion de cotation à titre principal figure dans le commentaire de l'art. 20, al. 1, P-LBVM.

Al. 1bis (nouveau)

On peut constater que le nombre de sociétés suisses cotées non seulement à la SIX Swiss Exchange mais également sur un marché étranger (phénomène dit du *dual listing*) est en augmentation. Cette observation donne à penser que les conflits positifs entre les réglementations iront croissant. La présente disposition codifie la pratique de la Commission des OPA en la matière. Elle règle également des cas dans lesquels l'application du droit suisse en matière de rachat d'entreprises conduirait à une incompatibilité inacceptable au regard du droit étranger des sociétés. Il pourrait s'agir par exemple de l'obligation faite par le droit suisse au conseil d'administration de la société cible d'accomplir un acte (p. ex. l'obligation d'émettre un avis concernant l'offre) qui lui est interdit par le droit étranger (p. ex. en raison d'une obligation stricte de neutralité).

Art. 23, al. 5

La Commission des offres publiques d'acquisition pourra percevoir des émoluments non seulement auprès des offrants et des sociétés visées, mais aussi auprès des actionnaires ayant qualité de partie à la procédure.

Art. 32

Al. 4

Le prix offert doit être au moins égal au plus élevé des deux montants suivants: le cours de bourse ou le prix le plus élevé payé par l'offrant pour des titres de la société visée dans les douze derniers mois. Ainsi, la prime de contrôle disparaît.

Al. 7

La suspension du droit de vote est une mesure provisionnelle relevant du droit de surveillance. Elle vise à prévenir les effets néfastes que pourrait exercer sur les marchés financiers la violation de l'obligation de présenter une offre selon l'art. 32 LBVM. Cette disposition concerne tous les droits de vote, de même que les droits qui en découlent, à savoir le droit de convoquer une assemblée générale, le droit de participation, le droit d'obtenir des renseignements, le droit de consultation et le droit de faire des propositions. Les actionnaires sans droit de vote ainsi que les actions qu'ils détiennent ne sont pas pris en considération lors du calcul des majorités qualifiées. C'est là le seul moyen de garantir la capacité de fonctionnement de la société concernée. La suspension du droit de vote doit être levée dès que la Commission des OPA a constaté qu'il n'y a pas obligation de présenter une offre ou que la personne concernée a rempli son obligation en la matière.

Afin d'éviter que la suspension du droit de vote puisse être contournée par l'achat de nouvelles participations, la Commission des OPA obtient la compétence de prononcer une interdiction d'achat. La personne qui ne remplit pas l'obligation de présenter une offre selon l'art. 32 LBVM a l'interdiction d'acquérir directement, indirectement ou en accord avec des tiers d'autres actions ou droits concernant l'acquisition ou l'aliénation de titres de la société en question. L'interdiction d'achat doit être levée dès que la Commission des OPA a constaté qu'il n'y a pas obligation de présenter une offre ou que la personne concernée a rempli son obligation en la matière.

Art. 33b, al. 3

Cette disposition est en accord avec l'art. 20, al. 1, LBVM, qui prévoit une obligation de déclarer lorsque la participation atteint 3 %. Ce lien entre l'art. 33b, al. 3, P-LBVM et l'art. 20, al. 1, LBVM permet à l'offrant d'identifier sûrement les actionnaires qui pourraient intervenir dans la procédure et d'obtenir ainsi une meilleure estimation de son risque.

Art. 33c, al. 3

La qualité de partie à une procédure devant la FINMA est régie de façon analogue à la qualité de partie devant le Tribunal administratif fédéral selon l'art. 48 PA. Ainsi, ne peuvent être parties devant la FINMA que des personnes qui sont directement atteintes, c'est-à-dire des personnes qui avaient déjà pris part à la procédure devant la Commission des OPA.

Art. 33d, al. 3 (nouveau)

La non applicabilité des dispositions sur les fêtes (cf. art. 22a PA) est déjà valable pour la procédure devant la Commission des offres publiques d'acquisition et devant la FINMA (cf. art. 33b, al. 3, et art. 33c, al. 3, LBVM). La réglementation analogue pour la procédure devant le Tribunal administratif fédéral tient compte du fait que les procédures portant sur des rachats se déroulent souvent dans l'urgence.

Section 5a Comportements interdits par le droit de la surveillance

Art. 33e (nouveau) Exploitation d'informations d'initiés

Al. 1

Cette disposition reprend pour l'essentiel les éléments constitutifs de l'exploitation d'informations d'initiés (art. 40a P-LBVM). Contrairement au droit pénal, le droit de surveillance n'a pas pour but de punir un comportement fautif. C'est pourquoi l'avantage pécuniaire et la culpabilité subjective ne sont pas mentionnés. Afin que l'interdiction soit délimitée, la disposition ne concerne que les personnes qui savent ou devraient savoir que l'information en question est une information d'initié. Il ne doit pas être prouvé que la personne concernée le savait effectivement. Ce qui compte est ce qu'un acteur moyen du marché peut savoir en y prêtant toute l'attention commandée par les circonstances. La transaction doit avoir été effectuée sur la base d'une information d'initié. S'il est démontré que la transaction n'a pas été effectuée sur la base de l'information d'initié, elle ne tombe pas sous le coup de l'interdiction.

Les comportements suivants en particulier sont interdits:

- exploitation par un courtier de la connaissance d'ordres donnés par des clients pour effectuer des opérations à son propre compte sur la même classe de titres, avant, pendant ou après l'exécution des ordres (*front running*, *parallel running* ou *after running*);
- recommandation publique d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières sans avoir également publié, auparavant ou en rapport étroit avec cette recommandation, le fait que l'on possède soi-même de telles valeurs mobilières ou des instruments financiers dérivés ou des *short positions* (*scalping*).

Al. 2

L'interdiction statuée doit être précisée sans quoi elle serait trop étendue. Le Conseil fédéral doit donc édicter des dispositions sur l'utilisation licite d'informations d'initiés, notamment en rapport avec des opérations sur titres visant à préparer une offre publique d'acquisition. De plus, des exceptions sont possibles en rapport avec le statut juridique spécial du destinataire de l'information. Les opérations et comportements suivants notamment sont en principe licites:

- achat de valeurs mobilières de l'entreprise cible par l'acquéreur potentiel lui-même ou par un tiers mandaté par lui, pour le compte de cet acquéreur, aux fins de préparer l'achat;
- rachat de valeurs mobilières propres aux fins de préparer un programme de rachat ou dans le cadre de ce programme;

- transmission d’informations d’initiés à des tiers mandatés;
- transmission d’informations d’initiés par le conseil d’administration d’une corporation de droit public à la corporation qui l’a désigné, afin que celle-ci puisse veiller à la sauvegarde de son intérêt public et donner des directives appropriées;
- transmission d’informations d’initiés lors de l’examen du respect de prescriptions de droit public de l’ordre de la régulation (p. ex. prescriptions en matière de concurrence et concernant la formation des prix ou obligations liées à la desserte de base) ou de nature stratégique (objectifs stratégiques et mandats de prestations).

Art. 33f (nouveau) Manipulation du marché

Al. 1

Contrairement au droit pénal, le droit de surveillance ne suppose pas de dessein d’enrichissement dans la répression des manipulations du marché. En revanche, la personne concernée sait ou doit savoir que les informations diffusées (let. a) ou les opérations et ordres d’achat ou de vente exécutés (let. b) donnent des signaux inadéquats ou trompeurs sur des valeurs mobilières admises au négoce d’une bourse ou d’une organisation analogue à une bourse en Suisse. Ce qui compte est qu’un acteur moyen du marché puisse reconnaître qu’une information donnée est inadéquate ou trompeuse. La notion de «signal» est utilisée pour traduire le potentiel d’un acte à influencer les cours du marché. Un signal «inadéquat» est contraire aux conditions habituelles et exactes du marché. Un signal «trompeur» peut induire en erreur un investisseur expérimenté connaissant bien le marché de l’instrument financier considéré.

La let. b interdit les opérations fictives et les ordres simulés (*wash sales, matched orders*) ainsi que les transactions réelles relevant de la manipulation. Les opérations sur valeurs mobilières doivent présenter une assise économique et correspondre à un comportement d’offre et de demande non biaisé. Les transactions, voire les simples ordres, qui paraissent à tort influencer le marché ou qui altèrent les liquidités, le cours ou l’estimation de valeurs mobilières ne sont pas admises. Les actions suivantes en particulier sont interdites:

- altération des liquidités et des prix provoquée de manière intentionnelle par un excès d’ordres d’achat ou de vente (*ramping, capping, pegging*);
- constitution de positions importantes dans l’intention de rétrécir le marché (*squeeze* ou *corner*);
- placement d’ordres fictifs pour de gros blocs dans le système de négoce, dans le dessein de les supprimer aussitôt (*spoofing*).

L’interdiction ne se limite pas aux transactions en valeurs mobilières, mais englobe les transactions et les mandats d’acquérir ou d’aliéner portant sur des instruments dérivés relatifs à ces valeurs (produits hors bourse) ou des dérivés de la valeur sous-jacente, pour autant qu’il en résulte des signaux erronés ou trompeurs concernant l’offre, la demande ou le cours de valeurs mobilières admises au négoce auprès d’une bourse ou d’une organisation analogue à une bourse en Suisse.

Al. 2

Les comportements qui reflètent véritablement le marché de l'offre et de la demande ne doivent pas être réprimés. Le Conseil fédéral précisera les comportements qui sont admis. On peut penser notamment aux opérations et comportements suivants:

- opérations sur valeurs mobilières visant à stabiliser le prix ou à soutenir le cours de valeurs mobilières (lissages passagers de déviations de prix) pendant une durée convenue et extensible);
- mesures de stabilisation des prix à la suite d'un placement public de valeurs mobilières pendant une période déterminée;
- opérations sur valeurs mobilières à des fins de tenue de marché (*market making*);
- rachat de valeurs mobilières propres dans le cadre d'un programme de rachat;
- *Nostro-Nostro Inhouse Crosses*, lorsque les opérations croisées sont indépendantes les unes des autres et sont exécutées dans le système de bourse en l'absence de toute concertation.

Art. 34 Instruments de surveillance

A l'encontre des assujettis, la FINMA pourra prendre toute mesure relevant du droit de la surveillance prévue dans la LFINMA et prononcer l'interdiction d'exercer selon l'art. 35a LBVM.

Cette disposition confère à la FINMA la compétence de mener une procédure de surveillance pour violation des art. 20, 21, 33e et 33f P-LBVM et d'appliquer les instruments de surveillance que constituent l'obligation de renseigner, la décision en constatation, la publication de la décision en matière de surveillance et la confiscation du gain acquis même à l'encontre des personnes (physiques et morales) qui ne sont pas soumises à sa surveillance. L'obligation de renseigner s'applique dès le moment où l'examen préliminaire relevant du droit de la surveillance commence et non une fois que la violation est établie. Les voies de droit sont régies selon l'art. 54 LFINMA.

Art. 34b (nouveau) Suspension du droit de vote et interdiction d'achat

La suspension du droit de vote est une mesure provisionnelle relevant du droit de la surveillance dont le but consiste à empêcher qu'une violation de l'obligation de déclarer au sens de l'art. 20 LBVM n'ait de conséquences nuisibles sur le fonctionnement du marché financier. Cette disposition concerne tous les droits de vote, de même que les droits qui en découlent, à savoir le droit de convoquer une assemblée générale, le droit de participation, le droit d'obtenir des renseignements, le droit de consultation et le droit de faire des propositions. Les actionnaires sans droit de vote ainsi que les actions qu'ils détiennent ne sont pas pris en compte dans le calcul des majorités qualifiées. C'est là le seul moyen de garantir la capacité de fonctionnement de la société concernée. La suspension de vote doit être levée dès que la FINMA a constaté que l'obligation d'annoncer n'a pas été violée ou que la personne concernée a rempli son obligation en la matière.

Pour éviter que la suspension du droit de vote puisse être contournée par l'achat de nouvelles participations, la FINMA peut prononcer une interdiction d'achat, auquel cas une personne qui ne remplit pas l'obligation de déclarer instituée par l'art. 20 LBVM se voit dans l'interdiction d'acquérir directement, indirectement ou en accord avec des tiers d'autres actions ou droits concernant l'acquisition ou l'aliénation de titres de la société en question. L'interdiction d'achat doit être levée dès que la FINMA a constaté que l'obligation d'annoncer n'a pas été violée ou que la personne concernée a rempli son obligation en la matière.

Art. 40 Exploitation d'informations d'initiés

La structure de la norme suit le cercle des auteurs et la gravité de la peine encourue. Toute personne physique disposant d'informations d'initiés entre en ligne de compte comme auteur. La gravité de la peine dépend du motif pour lequel la personne a connaissance d'informations d'initiés. Les initiés primaires, c'est-à-dire les personnes qui ont directement accès aux informations d'initiés, sont en principe punis d'une peine pécuniaire ou d'une peine privative de liberté pouvant aller jusqu'à trois ans (al. 1). Dans les cas qualifiés, ils s'exposent à une peine pécuniaire ou à une peine privative de liberté pouvant aller jusqu'à cinq ans (al. 2). Les initiés secondaires, c'est-à-dire les personnes ayant obtenu une information d'initié par l'intermédiaire d'un initié primaire ou en commettant un crime ou un délit, sont punis d'une peine pécuniaire ou d'une peine privative de liberté pouvant aller jusqu'à un an (al. 3). Les personnes ayant obtenu une information d'initié fortuitement sont punies d'une amende (al. 4).

Cercle des auteurs

Les personnes décrites à l'al. 1 constituent les «initiés primaires». Il s'agit de personnes ayant directement accès à des informations d'initiés en raison de leur activité ou de leur participation d'après les dispositions en vigueur. Sont ici expressément nommées les personnes qui ont qualité d'organe ou de membre d'un organe de direction ou de surveillance d'un émetteur ou d'une société contrôlant l'émetteur ou contrôlée par celui-ci. D'autres personnes entrent toutefois en ligne de compte, telles que les responsables de la recherche, des fusions et acquisitions ou du service juridique. Font donc aussi partie des initiés primaires les personnes qui, au regard du droit en vigueur, sont des auxiliaires ou des mandataires (assistants ou conseillers juridiques), ainsi que les personnes subordonnées à la haute direction et ayant accès à des informations sensibles, voire les produisant elles-mêmes.

Les informations d'initiés ne doivent pas nécessairement provenir de l'environnement professionnel immédiat de l'auteur. Ainsi, un collaborateur sachant que son entreprise va conclure un contrat non encore rendu public avec une autre société qui se traduira probablement par un effet notable sur la cotation en bourse de cette dernière est aussi un initié primaire. Sont en outre couverts les cas dans lesquels l'initié primaire prend connaissance d'une information confidentielle relative à des circonstances extérieures à l'entreprise, mais de nature à influencer sur le cours de son action, telle que la découverte de nouvelles sources de matières premières ou, au contraire, l'épuisement des sources existantes.

Les initiés secondaires sont des personnes qui ont obtenu une information directement et activement auprès d'un initié primaire (journaliste informé à l'avance de faits confidentiels lors d'une conférence de presse, p. ex.). Il est indispensable que la

personne reçoive l'information aux fins de l'utiliser à son avantage. Par exemple, si, au cours de négociations sur un rachat d'entreprise, des informations d'initiés concernant cette dernière sont transmises à l'acquéreur potentiel et que celui-ci les exploite pour effectuer des transactions, le délit d'initié est réalisé.

Les personnes qui obtiennent des informations d'initiés par un crime ou un délit qu'elles commettent elles-mêmes sont traitées comme des initiés secondaires.

Le cercle des auteurs compte également des personnes qui obtiennent des informations d'initiés fortuitement, comme le personnel de nettoyage qui prend connaissance d'informations d'initiés dans l'exercice de ses activités (en vidant une corbeille à papier, p. ex.).

Les personnes morales restent exclues du cercle des auteurs. L'applicabilité de l'art. 102, al. 2, CP (responsabilité pénale subsidiaire de l'entreprise) impliquerait en effet que les entreprises aient l'obligation de soumettre leurs collaborateurs à une surveillance permanente. Or une surveillance de ce type induirait des coûts disproportionnés pour l'entreprise – pour autant qu'elle soit réalisable. La punissabilité de l'entreprise se révèle par ailleurs superflue du fait que les avantages pécuniaires susceptibles de découler d'un délit d'initié peuvent être confisqués (cf. art. 70, al. 1, CP).

Objet de l'infraction

L'objet de l'infraction consiste en des informations confidentielles dont la divulgation est de nature à influencer notablement le cours de valeurs mobilières admises au négoce d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse. Il s'agit d'«informations d'initiés», dont la définition est désormais donnée à l'art. 2, let. f (cf. explications précédemment fournies à ce sujet).

Acte délictueux

L'initié primaire a l'interdiction d'obtenir, pour lui-même ou pour un tiers, un avantage pécuniaire en exploitant une information d'initié afin d'acquérir ou de vendre des valeurs mobilières admises au négoce d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse, ou d'utiliser des instruments dérivés relatifs à ces valeurs (produits hors bourse) (let. a); de divulguer cette information à un tiers (let. b) et d'exploiter une information d'initié pour recommander à un tiers l'achat ou la vente de valeurs mobilières admises au négoce d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse ou l'utilisation d'instruments dérivés relatifs à ces valeurs (produits hors bourse) (let. c). Ainsi, les transactions portant sur des produits non standardisés hors bourse sont aussi concernées, pour autant que ces produits dépendent de valeurs mobilières admises au négoce d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse. Peu importe que la transaction intervienne sur le marché réglementé ou dans un autre cadre.

Toutes les autres personnes ont l'interdiction d'obtenir un avantage pécuniaire pour elles-mêmes ou pour un tiers en exploitant une information d'initié afin d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières admises au négoce d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse en Suisse, ou d'utiliser des instruments dérivés relatifs à ces valeurs. Les al. 3 et 4 reprennent ainsi uniquement la variante de l'acte délictueux qui figure à l'al. 1 let. a, ce qui se justifie par le fait que seul l'initié primaire a l'obligation de tenir secrètes les informations concernées.

Le délit n'est réalisé que lorsque l'auteur a acquis un avantage pécuniaire pour lui-même ou pour un tiers. Si l'auteur a agi dans le dessein d'obtenir un avantage pécuniaire sans toutefois y parvenir, seule la tentative de délit est punissable. La divulgation d'informations d'initiés n'est donc pas punissable si l'auteur n'avait pas au minimum l'intention d'obtenir un avantage pécuniaire pour lui-même ou pour un tiers.

Lorsqu'un initié primaire obtient un avantage pécuniaire supérieur à 1 million de francs, l'infraction est qualifiée (al. 2). Ce montant figure dans la loi par sécurité juridique. Un montant inférieur serait en inadéquation avec la teneur de l'acte. Pour les intermédiaires financiers, l'instauration de l'infraction qualifiée n'implique pas l'étude systématique des transactions dans la perspective de percer à jour les délits d'initiés. Il s'agit davantage d'appliquer l'art. 6 de la loi fédérale du 10 octobre 1997 concernant la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme dans le secteur financier (loi sur le blanchiment d'argent, LBA; RS 955.0), en vertu duquel l'intermédiaire financier doit clarifier l'arrière-plan économique et le but d'une transaction ou d'une relation d'affaires lorsqu'elles paraissent inhabituelles, sauf si leur légalité est manifeste.

Eléments subjectifs

Du point de vue subjectif, l'intention doit être donnée. La communication d'informations d'initiés par négligence n'est pas punissable.

Art. 40a (nouveau) Manipulation de cours

Au plan du contenu, l'infraction de manipulation de cours (al. 1) correspond à l'art. 161^{bis} CP en vigueur.

Lorsque l'auteur obtient un avantage pécuniaire supérieur à 1 million de francs, l'infraction est qualifiée (al. 2). Le montant figure dans la loi par sécurité juridique. Un montant inférieur serait en inadéquation avec la teneur de l'acte. Pour les intermédiaires financiers, l'instauration de l'infraction qualifiée n'implique pas l'étude systématique des transactions dans la perspective de percer à jour les délits d'initiés. Il s'agit davantage d'appliquer l'art. 6 LBA, en vertu duquel l'intermédiaire financier doit clarifier l'arrière-plan économique et le but d'une transaction ou d'une relation d'affaires lorsqu'elles paraissent inhabituelles, sauf si leur légalité est manifeste.

Art. 41, al. 1 et 2

Quiconque viole intentionnellement l'obligation de déclarer des participations prévue par les art. 20 et 31 LBVM s'expose à une amende pouvant aller jusqu'à 10 millions de francs. La disposition en vigueur, qui veut que l'amende se calcule selon l'écart entre les parts nouvelles dont dispose la personne tenue de les déclarer et le dernier seuil qu'elle avait déclaré, sans proportionnalité avec la teneur de l'acte et problématique d'un point de vue constitutionnel, est abrogée.

Art. 41a (nouveau) Violation de l'obligation de présenter une offre

Quiconque ne se soumet pas, intentionnellement, à une décision exécutoire en constatation de l'obligation de présenter une offre sera puni d'une amende de 10 millions

au plus. Le montant de l'amende est calqué sur celui de l'amende infligée en cas de violation de l'obligation de déclarer des participations (art. 41 P-LBVM). Le degré de gravité des deux infractions est similaire.

Art. 44 Compétence

La poursuite et le jugement des infractions que constituent le délit d'initié et la manipulation de cours sont soumis à la juridiction fédérale. L'autorité de poursuite est le Ministère public de la Confédération. La possibilité que le Ministère public de la Confédération délègue sa compétence aux cantons est sciemment omise, car les poursuites pour délit d'initié et pour manipulation de cours nécessitent des connaissances techniques. Le jugement en première instance de ces délits incombe au Tribunal pénal fédéral. La possibilité de déférer le recours au Tribunal fédéral et les conditions requises dans cette optique s'alignent sur les art. 78 ss de la loi du 17 juin 2005 sur le Tribunal fédéral (LTF)²³.

Art. 51

Cette disposition a perdu sa signification. Elle est par conséquent abrogée.

Art. 53 Dispositions transitoires de la modification du ...

Al. 1

Toute personne qui, à l'entrée en vigueur de la version révisée de l'art. 20 P-LBVM, détient une participation à une société soumise pour la première fois aux dispositions de la section 4 doit déclarer cette participation dans un délai d'un an. Cette disposition reprend en grande partie l'art. 51 LBVM en vigueur. Etant donné que l'obligation de déclarer des participations ne constitue pas une nouveauté fondamentale (contrairement au moment où la loi sur les bourses a été édictée), le délai transitoire est réduit à un an (contre trois dans l'art. 51 LBVM en vigueur).

Al. 2

L'art. 52 en vigueur s'applique également aux personnes concernées pour la première fois par les dispositions de la section 5 lors de l'entrée en vigueur de la version révisée de l'art. 22 P-LBVM.

Art. 54

Cette disposition a perdu sa signification. Elle est par conséquent abrogée.

2.2 Modification du droit en vigueur

Art. 41 CPC et 151, al. 4, LDIP

Le projet rend caduc la compétence des tribunaux civils pour statuer sur les actions en matière de droit de vote. L'art. 41 CPC et l'art. 151, al. 4, LDIP doivent par conséquent être abrogés.

Art. 161 et 161^{bis} CP

Les infractions que constituent le délit d'initié et la manipulation de cours sont transposées dans la loi sur les bourses (cf. art. 40 et 40a P-LBVM). Les dispositions correspondantes sont abrogées dans le Code pénal.

Art. 269, al. 2, let. a et i (nouvelle) CPP

L'art. 161 CP est abrogé et remplacé par l'art. 40a LBVM. Etant donné que l'infraction de manipulation de cours présente le même degré de gravité que le délit d'initié et que celle-ci est généralement commise par l'utilisation de moyens de communication à distance du fait de l'interconnexion mondiale des marchés financiers, la possibilité d'ordonner une surveillance des échanges intervenant par ces truchements et par la voie postale se justifie désormais afin de poursuivre cette infraction.

3 Conséquences

3.1 Conséquences pour la Confédération

Le transfert de compétences des autorités cantonales au Ministère public de la Confédération et au Tribunal pénal fédéral en ce qui concerne la poursuite et le jugement des délits d'initiés et des manipulations de cours implique un besoin accru de personnel au niveau fédéral. Le Ministère public de la Confédération table ainsi sur la nécessité de cinq postes supplémentaires. La Police judiciaire fédérale annonce quant à elle un besoin de trois postes supplémentaires.

Or dans le cadre du programme de consolidation 2012–2013, le Conseil fédéral a décidé un moratoire sur les dépenses, auquel le domaine du personnel ne saurait déroger. L'augmentation des besoins de personnel doit donc théoriquement être compensée en interne. Le Conseil fédéral statuera sur les détails en la matière au plus tard lors de l'entrée en vigueur de la modification de la loi sur les bourses, laquelle n'est pas prévue avant 2013.

L'instauration des interdictions de délit d'initié et de manipulation de cours dans le droit de la surveillance nécessite un léger accroissement des ressources humaines de la FINMA (création de trois à quatre nouveaux postes). Etant donné que celle-ci s'autofinance entièrement par les émoluments et taxes de surveillance qu'elle perçoit (art. 15 LFINMA), cette augmentation de ses effectifs ne devrait avoir aucune incidence sur le budget de la Confédération.

3.2 Conséquences pour les cantons

Les enquêtes pénales relatives aux délits d'initiés et aux manipulations de cours sont complexes et laborieuses. La probabilité que celles-ci aboutissent à une condamnation est en outre minime du fait de la difficulté à prouver l'infraction. Or en cas de relâche, les frais d'enquête et d'indemnisation de la défense incombent à l'Etat. Le transfert de compétences à la Confédération en ce qui concerne la poursuite et le jugement de ces délits devrait par conséquent entraîner un allègement des charges des cantons qui mènent des procédures de ce type. Aucune réduction des charges de

personnel n'est toutefois à attendre au niveau cantonal, car il est notoire que les autorités de poursuite pénale cantonales doivent assumer une très lourde charge de travail. L'abolition de leur compétence en matière de poursuite et de jugement des délits d'initiés et des manipulations de cours devrait donc seulement induire un allègement de la charge de travail du personnel en place.

3.3 Conséquences pour l'économie²⁴

3.3.1 Importance économique de la place financière suisse

La Suisse possède une place financière forte, qui constitue l'une des clés de voûte de son économie. Celle-ci assure une allocation optimale du facteur de production qu'est le capital et remplit ainsi une fonction de plaque tournante pour toute l'économie. En octroyant des crédits suffisants et en répartissant efficacement les capitaux et les risques, le secteur financier crée l'une des conditions essentielles afin que l'économie puisse exploiter son potentiel de croissance.

Au cours des quinze dernières années, le secteur financier n'a cessé d'accroître sa part à la création de valeur nationale. Sa contribution au produit intérieur brut (PIB) est ainsi passée d'à peine 7 % en 1990 à plus de 12 % en 2008. Cette participation a toutefois reculé à 11 % en 2009 suite à la crise des marchés financiers. En 2010, le secteur financier employait environ 212 000 collaborateurs (équivalents plein temps), soit 6,2 % de la population active. Les impôts sur le revenu et sur les sociétés générés par le secteur financier (personnes physiques et morales) s'élevaient à 7,4 % de l'ensemble des recettes fiscales perçues à tous les niveaux de l'Etat en 2008.

Les bourses facilitent une allocation efficiente des capitaux en drainant l'épargne vers les besoins d'investissement du secteur de production. Elles permettent aux entreprises d'assurer leur financement et aux investisseurs de placer leurs capitaux. La Suisse ne peut se passer d'une bourse qui fonctionne efficacement. Or l'harmonisation réglementaire a réduit les obstacles à l'entrée sur le marché, la standardisation croissante des prestations fournies en termes d'infrastructures conduit à une forte concurrence tarifaire qui accentue la course à la consolidation et la concurrence de nouvelles plateformes de négoce exerce encore une pression supplémentaire. Les bourses se livrent ainsi à une lutte acharnée au niveau planétaire. Dans ce contexte, il importe que les modifications de la législation boursière permettent à la bourse suisse de rester compétitive.

Le rapport entre la capitalisation boursière des sociétés cotées en Suisse et le PIB du pays (également appelé «capitalisation du marché») s'élève à 218 %. Ce chiffre montre bien toute l'importance que revêt la bourse pour l'économie helvétique. De nombreuses multinationales suisses exercent l'essentiel de leurs activités à l'étranger. La capitalisation du marché s'élève à 107 % aux Etats-Unis, à 129 % au Royaume-Uni et à 171 % à Singapour. Les pays à fort financement bancaire affichent quant à eux une faible capitalisation du marché (39 % pour l'Allemagne et

²⁴ Les explications données dans ce chapitre se limitent à une présentation des principales conséquences du projet sur l'économie et sur les différents acteurs du marché. Pour une justification plus détaillée des modifications effectuées (notamment en ce qui concerne l'abolition de la possibilité de payer une prime de contrôle) et de leurs conséquences, cf. ch. 1.2 et 1.3.

74 % pour la France, p. ex.), de même que ceux dont l'économie repose surtout sur les PME, comme l'Autriche (14 %) ²⁵.

3.3.2 Nécessité et possibilité d'une intervention de l'Etat

Le renforcement de la compétitivité internationale du secteur financier et la garantie de l'intégrité de la place financière comptent parmi les quatre axes stratégiques de la politique suisse en matière de place financière du Conseil fédéral ²⁶. En effet, seule une place financière intègre peut bénéficier de la confiance des acteurs des marchés financiers et d'une bonne réputation sur la scène internationale, être compétitive et apporter ainsi une contribution positive à l'évolution de l'économie suisse. Le maintien et la promotion de l'intégrité de la place financière suisse passent par une lutte organisée contre le blanchiment d'argent, les délits boursiers et les comportements abusifs sur le marché, qui tiennent compte des réglementations internationales en la matière.

Pour garder une place financière compétitive sur la scène internationale, la Suisse a besoin de marchés ouverts. La taille de son marché domestique étant restreinte, ses intermédiaires financiers sont tributaires de bonnes conditions d'accès aux marchés étrangers. La fourniture de prestations transfrontalières revêt une importance toute particulière de ce point de vue. Aussi la garantie et l'amélioration de l'accès au marché pour les intermédiaires financiers suisses sont-elles capitales pour notre place financière. Cet aspect constitue d'ailleurs l'un des axes stratégiques de la politique suisse en matière de place financière définis par le Conseil fédéral ²⁷.

Les dispositions relatives à la lutte contre les comportements abusifs sur le marché actuellement en vigueur sont trop imprécises et présentent des lacunes par rapport au droit européen (cf. ch. 1.2 pour davantage de détails). Il en résulte une protection insuffisante des différents acteurs du marché, ainsi que de l'intégrité et de la compétitivité de la place boursière et financière suisse. Les divergences par rapport au droit européen peuvent par ailleurs devenir prétextes à une discrimination des prestataires financiers helvétiques. Il convient par conséquent de combler les lacunes constatées afin que la place financière suisse puisse asseoir et étendre la position dominante qu'elle occupe au plan mondial et apporter ainsi une contribution de poids à la croissance économique.

Seules des interdictions générales et abstraites des comportements abusifs sur le marché et des sanctions prononcées au plus haut niveau de l'Etat en cas de violation des dispositions en vigueur sont à même d'assurer la capacité de fonctionnement du marché financier et une protection suffisante des investisseurs. Les modifications proposées ne sauraient donc être mises en œuvre par la voie de l'autoréglementation.

²⁵ Données relatives aux capitalisations (2009): Banque mondiale, consultation le 19.4.2011 à l'adresse: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>.

²⁶ Cf. rapport du Conseil fédéral sur les axes stratégiques de la politique suisse en matière de place financière du 16 décembre 2009, pp. 35 et 54.

²⁷ Cf. rapport du Conseil fédéral sur les axes stratégiques de la politique suisse en matière de place financière du 16 décembre 2009, pp. 46.

3.3.3 Conséquences pour l'économie dans son ensemble et pour les participants au marché

Ce projet crée des normes pénales et prudentielles qui sanctionnent de manière efficace les comportements abusifs sur le marché et qui tiennent compte des réglementations internationales. Il en résulte une meilleure protection des acteurs du marché et un renforcement de la compétitivité internationale de la place boursière et financière suisse. La discrimination des prestataires financiers suisses au sein de l'UE s'en trouve par ailleurs contrecarrée. Etant donné l'importance que revêt l'intégrité et la compétitivité du secteur financier pour l'ensemble de l'économie suisse (cf. ch. 3.3.1 et 3.3.2), le projet va dans l'intérêt non seulement des différents acteurs du marché, mais aussi de l'économie suisse dans son ensemble.

La modification de la loi sur les bourses précise diverses dispositions (éléments constitutifs de l'infraction de délit d'initié et dispositions sur la suspension du droit de vote, notamment), améliorant ainsi la sécurité juridique. La diminution des incertitudes et la création d'un cadre légal sûr et stable constituent un élément crucial pour la prise de décision économique et pour les choix en matière d'investissement. Les acteurs des marchés financiers devraient saluer cet accroissement de la sécurité juridique, qui constitue un facteur de compétitivité capital.

Pour les différents acteurs du marché, la centralisation des compétences en matière de poursuite pénale, le jugement des délits d'initiés et des manipulations de cours, ainsi que le transfert de compétences entre le tribunal civil et la FINMA (Commission des OPA) concernant la suspension du droit de vote tels qu'ils sont prévus par ce projet de loi présentent l'avantage de réduire la durée des procédures, et donc les coûts.

Le projet respecte les lignes directrices applicables à la réglementation des marchés financiers édictées par le DFF en septembre 2005. Comme précédemment expliqué, il améliore la réputation et la compétitivité de la place financière suisse, et donc son attrait. Ces modifications n'engendrent aucun coût direct pour les acteurs du marché, au contraire: la centralisation des compétences et les précisions apportées à certaines dispositions diminueront les frais qui leur incombent. Cette réglementation est donc à la fois nuancée et conforme au principe de proportionnalité. Enfin, les interdictions de délit d'initié et de manipulation de cours applicables à tous les acteurs du marché désormais instaurées dans le droit de la surveillance amélioreront la neutralité concurrentielle.

4 Liens avec le programme de la législature

Le présent projet est annoncé implicitement dans le message du 23 janvier 2008 sur le programme de la législature 2007–2011²⁸, ainsi que dans l'arrêté fédéral du 18 septembre 2008 sur le programme de la législature 2007–2011 (objectif 1)²⁹.

²⁸ FF 2008 639

²⁹ FF 2008 7745

5 Aspects légaux

5.1 Conformité constitutionnelle et légale

Comme la loi sur les bourses, les modifications apportées à cette dernière se fondent sur l'art. 95, al. 1, sur l'art. 98, al. 1 et sur l'art. 122 de la Constitution.

5.2 Compatibilité avec les obligations internationales de la Suisse

Le présent projet est compatible avec les engagements internationaux de la Suisse. Il tient entièrement compte des recommandations du GAFI et permet la ratification de la Convention du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme.

De même, il ne modifie aucune des obligations qui incombent à la Suisse dans le cadre de son adhésion à des organisations ou traités internationaux.

5.3 Délégation de compétences législatives

Certains façons d'utiliser des informations d'initiés et certains comportements en rapport avec les opérations sur titres qui, à la lettre, sont prohibés par les art. 33e et 33f P-LBVM devraient être licites sous peine de mener à des résultats inappropriés en pratique. Pour cette raison, l'art. 33e, al. 2 habilite le Conseil fédéral à édicter des prescriptions concernant l'utilisation licite d'informations d'initiés, notamment en rapport avec les opérations sur titres en vue de préparer une offre publique d'acquisition et le statut juridique particulier du destinataire de l'information. L'art. 33f, al. 2, donne au Conseil fédéral la compétence de définir les comportements licites en rapport avec les opérations sur titres visant à soutenir le cours et stabiliser le prix et avec les programmes de rachat de propres titres notamment.