

Par courrier ordinaire et électronique

Commission des OPA
Selnaustrasse 30
Postfach
8021 Zurich

Genève, Zurich et Lausanne, le 5 juin 2009
9992.053 / IFFLJ

Exonération des programmes de rachat d'actions Consultation publique sur le projet de Circulaire no 1

Monsieur le Président,
Mesdames et Messieurs,
Chers Confrères,

Nous avons pris connaissance du projet de nouvelle Circulaire no 1 de la COPA concernant l'exonération des programmes de rachat d'actions daté du 24 avril 2009, ainsi que du rapport explicatif que votre Commission a préparé à ce sujet. Nous vous remercions d'avoir donné à notre étude l'occasion de se prononcer sur ces textes.

Notre étude partage l'appréciation selon laquelle une adaptation de la Communication no 1 à l'évolution de la pratique et des moyens techniques serait opportune. Toutefois, notre étude a des réserves quant aux modifications proposées par votre Commission. A notre sens, ces dernières:

Associés Genève: Caroline Delétra* • Dominique F. Rochat • Andreas von Planta • Benoît Chappuis
Shelby du Pasquier • Guy Vermeil • Paolo Michele Patocchi • Mark Barmes* • François Rayroux • Jean-Blaise Eckert • Daniel Tunik •
Olivier Stahler • Andreas Rötheli • Xavier Favre-Bulle • Benoît Merkt • David Ledermann • Jacques Iffland • Daniel Schafer
Zürich: Christoph Reinhardt • Rudolf Tschäni • Urs L. Baumgartner • Patrick Hünerwadel • Stefan Breitenstein
Matthias Oertle • Martin Burkhardt • Heini Rüdisühli • Marcel Meinhardt • Patrick Schleiffer • Thierry Calame • Beat Kühni
Lukas Morscher • Alex Wittmann • Tanja Luginbühl • Jürg Simon • Matthias Wolf • Hans-Jakob Diem • Pascal Hinny • Harold Frey
Lausanne: Lucien Masmejan

- n'apportent pas les modifications souhaitables au régime actuellement en vigueur (voir la section 1 ci-dessous);
- compliquent et rigidifient substantiellement le régime actuel, sans que la nécessité de telles modifications soit démontrée (voir la section 2 ci-dessous); et
- introduisent un régime à notre avis illégal, en permettant à la COPA de se prononcer sur des questions de droit des sociétés (le respect de l'art. 659 ss. CO et des règles applicables en matière de réduction de capital) pour lesquelles cette autorité n'est pas compétente (voir la section 2.2 ci-dessous).

Notre étude craint en particulier que le nouveau régime envisagé se montre contre-productif, en incitant les émetteurs à ne pas annoncer leurs programmes de rachat, de façon à éviter l'application de la réglementation sur les OPA et les coûts qui y sont associés.

En outre, le moment nous semble être mal choisi pour une révision de l'ampleur envisagée. Le projet de révision du droit de la société anonyme actuellement en discussion devant les Chambres fédérales prévoit des modifications importantes du régime applicable en matière de rachat d'actions propres et de réduction de capital, en particulier par l'introduction de la "marge de fluctuation du capital". Le risque existe que le nouveau droit de la société anonyme s'avère d'emblée incompatible avec la Circulaire no 1 envisagée (voir à ce sujet la section 3 ci-dessous).

Notre étude propose donc que la révision envisagée soit limitée à:

- une réforme des *règles de publication* des annonces de rachat et de transaction (abandon de l'exigence de publication dans la presse, possibilité de publier les annonces de rachat en anglais exclusivement);
- la création d'un régime permettant de déléguer au *broker* mandaté le pouvoir de procéder à des rachats pour le compte de l'émetteur en période de *black-out* dans le cadre d'un programme de rachat exonéré en procédure d'annonce; et
- la création d'un véritable *safe harbour* pour les programmes de rachat les plus simples, c'est-à-dire d'un régime permettant aux émetteurs de pouvoir racheter leurs propres titres de participation sans devoir obtenir une exonération *ad hoc* de la COPA dans chaque cas particulier.

Nous proposons qu'il soit renoncé à toute autre réforme jusqu'à l'entrée en vigueur du nouveau droit de la société anonyme.

1. Améliorations souhaitables de la réglementation actuelle

De manière générale, notre étude estime que le régime consacré par la Communication no 1 s'est révélé essentiellement approprié au cours des années, en créant un équilibre adéquat entre les impératifs de transparence et d'égalité de traitement, de rapidité des procédures, et de coûts de mise en œuvre.

A notre sens, les trois principales faiblesses de la réglementation actuelle sont les suivantes:

1.1 Inégalité de traitement entre rachats "occultes" et "annoncés"

Le droit suisse a la particularité d'appréhender les rachats d'actions par le biais des règles sur les OPA. Il s'agit là, à notre connaissance, d'une situation exceptionnelle au niveau international. En Europe comme aux Etats-Unis, les rachats d'actions sont régis (outre par le droit des sociétés) par les règles relatives aux abus de marché¹.

Cette particularité de la réglementation suisse a pour conséquence que les rachats d'actions ne sont réglementés que s'ils sont *annoncés*. Un rachat d'actions non annoncé ne peut pas être assimilé à une offre publique d'acquisition au sens de l'art. 2 lit. e LBVM, et ne peut donc pas être assujéti à la réglementation sur les OPA. A l'heure actuelle, il n'existe pas d'obligation générale pour les émetteurs d'annoncer leur intention de racheter leurs propres titres de participation. Seules les règles sur la publicité événementielle sont applicables dans ce domaine. Or ces règles n'obligent à annoncer que les opérations susceptibles d'entraîner une "modification notable des cours"². Cette condition n'est réalisée que pour les activités de rachat qui revêtent une certaine importance. Les programmes de rachat de moindre importance n'ont donc pas besoin d'être annoncés.

La conséquence paradoxale de cette situation est que les programmes de rachat les moins transparents (parce que non annoncés) ne sont soumis à aucunes règles, alors que les programmes de rachat dûment annoncés sont soumis à des exigences relativement détaillées.

Ainsi, le régime actuel a le défaut majeur d'inciter les émetteurs à ne pas annoncer leurs programmes de rachat d'actions. Il ne sera pas possible de remédier à cette situation tant que ces opérations seront réglementées par le biais des règles sur les OPA. Une réglementation dont la mise en œuvre est trop onéreuse pourrait nuire à la transparence du marché au lieu de l'améliorer, en dissuadant les émetteurs d'annoncer leur intention de racheter leurs titres.

Pour ce motif, nous sommes d'avis que:

- *dans l'immédiat*, il est essentiel que le régime applicable aux rachats d'actions – tout en garantissant la transparence et la loyauté du processus, ainsi que l'égalité de

¹ Voir en particulier la règle 10b-18 américaine, ainsi que l'art. 8 de la Directive 2003/6/CE sur les abus de marché et le les art. 3 ss. du Règlement (CE) n° 2273/2003.

² Art. 72 al. 1 du Règlement de cotation du SIX Swiss Exchange actuellement en vigueur ("**RC**"); art. 53 al. 1 du nouveau Règlement de cotation du SIX Swiss Exchange, qui entrera en vigueur le 1^{er} juillet 2009 ("**nRC**").

traitement des investisseurs – soit également simple et peu onéreux à mettre en œuvre;

- à *moyen terme*, la COPA devrait chercher à mettre fin au régime actuel, et faire en sorte que les rachats d'actions soient intégrés dans le régime de répression des abus de marché actuellement en discussion, et ne soient plus régis par les règles sur les OPA.

Dans le régime actuellement en vigueur, les principales sources de coûts et de lourdeur résident dans:

- le besoin de publier une annonce de rachat en deux langues dans la presse; et
- le besoin d'obtenir une exonération *ad hoc* de la COPA pour chaque opération (y compris pour celles qui satisfont aux conditions d'exonération par procédure d'annonce).

Il nous apparaît que ces deux défauts de la réglementation actuelle pourraient être facilement corrigés, et nous regrettons que le projet de nouvelle Circulaire no 1 ne prévoise aucune modification à cet égard. Ces points sont discutés ci-dessous.

1.2 *Lourdeur et caractère onéreux du mode de publication des annonces de rachat*

Le régime consistant à publier des annonces dans la presse écrite pour des opérations financières de routine est maintenant anachronique, et suscite des coûts et des lenteurs injustifiés. Il nous apparaît que la COPA devrait tenir compte de la tendance générale de la réglementation financière suisse, qui permet toujours plus souvent de procéder aux annonces réglementaires *online*, et ne requiert plus qu'exceptionnellement de publication dans la presse³.

Nous proposons que:

- le formulaire "*Annonce d'un programme de rachat*" puisse être rempli en ligne (plutôt qu'au moyen d'un document physique);
- le *contenu du formulaire soit publié sur le site internet de la COPA*;
- l'annonce de cotation puisse être publiée *en anglais exclusivement*;
- il soit *renoncé à toute autre exigence de publication dans la presse*; et
- les annonces de transactions ainsi que les annonces relatives à la mise à terme des programmes de rachat puissent également être faites en ligne (sans publication dans la presse).

³ Voir notamment les ch. 44 ss. de la Directive du SIX concernant la publicité des transactions du management du 7 janvier 2005, ainsi que l'art. 23 OBVM-FINMA pour ce qui concerne l'annonce des participations importantes. Le SIX autorisera aussi des publications électroniques des annonces de cotation dès le 1^{er} juillet 2009 (voir l'art. 38 nRC).

Un tel régime serait à notre sens à la fois plus simple, moins onéreux, et plus transparent que le régime actuel et le nouveau régime envisagé. Il permettrait en effet:

- d'éviter aux émetteurs les frais liés à la publication d'annonces commerciales (qui dépassent souvent CHF 10'000 en pratique);
- d'éviter des frais importants de traduction, tout en assurant la cohérence des règles de la COPA en matière de langue des documents avec celles du SIX⁴;
- d'assurer une diffusion plus rapide des informations pertinentes (en évitant les délais qui séparent typiquement l'envoi d'une annonce commerciale à l'annonceur et sa publication dans la presse);
- d'assurer une plus grande transparence des processus de rachat, en centralisant les informations pertinentes à un seul endroit; l'expérience montre que les annonces faites dans la presse sont souvent difficile à obtenir *a posteriori* et ne sont que peu accessibles hors de Suisse.

1.3 Nécessité d'obtenir une décision ad hoc de l'autorité pour chaque programme de rachat

Le chiffre 3 du projet de circulaire qualifie de "*safe harbour*" le régime d'autorisation par procédure d'annonce. Cette affirmation n'est cependant pas entièrement exacte. Les "*safe harbours*" que prévoient les réglementations étrangères (comme par exemple la règle américaine 10b-18 et le Règlement (CE) no 2273/2003 du 22 décembre 2003) fixent des règles qu'il est de la responsabilité des émetteurs eux-mêmes de mettre en œuvre. Ces réglementations ne prévoient pas d'intervention de l'autorité pour chaque opération, comme la Communication no 1 le fait actuellement pour les programmes de rachat qui portent sur plus de 2% du capital de l'émetteur, et comme le projet de circulaire le prévoit pour tous les rachats.

Le régime suisse est particulièrement lourd en comparaison internationale. Il est aussi onéreux pour la COPA, qui doit consacrer une partie non négligeable de ses ressources à l'examen de transactions de routine, qui ne sont que rarement pertinentes du point de vue de la réglementation sur les OPA. En outre, le régime actuel retarde la mise en œuvre des transactions concernées (compte tenu du temps requis pour permettre à la COPA d'examiner le cas) et s'avère onéreux (compte tenu des frais liés à la publication des annonces de rachat ainsi que des émoluments perçus par la COPA).

Enfin, les actionnaires détenant 2% des droits de vote de la société visée pouvant désormais demander à participer aux procédures de la COPA (art. 33b al. 3 LBVM), on peut se demander s'il est encore loisible à la COPA d'exonérer des programmes de rachat d'actions sans donner l'occasion aux actionnaires minoritaires de s'opposer à ses décisions (art. 60 OOPA, auquel renvoie le chiffre 56 du projet de circulaire).

⁴ Dès le 1^{er} juillet 2009, les annonces de cotation – comme les autres documents relatifs à la cotation – pourront être rédigées et publiées en anglais sans être traduites dans une langue nationale (art. 8 nRC).

Nous proposons par conséquent que la procédure d'exonération par voie d'annonce actuelle soit remplacée par un régime dans lequel la COPA n'est pas appelée à se prononcer sur chaque opération qui remplit les conditions d'exonération, mais seulement dans les cas dans lesquels ces conditions ne sont pas réunies ou respectées.

2. Problèmes liés au nouveau régime envisagé

Le projet de nouvelle Circulaire no 1 a le défaut de ne pas apporter de solution satisfaisante aux problèmes mentionnés à la section 1 ci-dessus. En outre, contrairement à ce qui est affirmé dans le rapport de votre Commission du 24 avril 2009, les modifications envisagées ne se limitent pas à "codifier la pratique". Le projet de nouvelle Circulaire no 1 introduit plusieurs nouveautés importantes, qui poseraient de grandes difficultés si elles étaient adoptées.

2.1 *Suppression de l'exonération automatique des programmes portant sur moins de 2% du capital des émetteurs*

Le projet de nouvelle Circulaire no 1 supprime le régime d'exonération automatique dont bénéficient actuellement les programmes de rachat portant sur moins de 2% du capital de l'émetteur. Le rapport de votre Commission ne fournit aucune explication sur la raison de cette réforme, alors que cette dernière alourdit considérablement les obligations mises à la charge des émetteurs. Nous pensons que cette modification est inopportune, et constitue une mesure disproportionnée.

2.2 *Règles tendant à garantir le respect des art. 659 ss. CO*

Le projet de nouvelle Circulaire no 1 (ch. 12) consacre la pratique – pourtant controversée – par laquelle la COPA considère avoir "la responsabilité de s'assurer que le programme de rachat soit mis en œuvre de manière à ce que [l]es exigences du droit des sociétés soient respectées"⁵.

Cette pratique est à notre sens illégale. La responsabilité de s'assurer du respect des règles du droit des sociétés appartient au juge civil. Dans l'arrêt *Baumgartner* de 2001 (ATF 2A.394/2000 du 2 juillet 2001 c 5.c), le Tribunal fédéral a expressément nié aux autorités boursières la compétence de se prononcer sur des questions de droit des sociétés. Selon le Tribunal fédéral, une dérogation à ce principe ne se justifie que là où l'application du droit des OPA nécessite l'élucidation d'une question préalable de droit des sociétés. Toutefois, cette condition n'est pas réalisée en matière de rachat de titres de participation. Comme le souligne le projet de Circulaire no 1 mis en consultation, ce texte doit assurer "l'égalité de traitement, la transparence, la loyauté et la bonne foi" des rachats d'actions. Ces objectifs sont étrangers à la réglementation des art. 659 ss. CO, dont l'objectif est d'assurer la protection des créanciers de l'émetteur, et non la protection des actionnaires ou

⁵ Rapport sur le projet de Circulaire no 1 de la COPA, page 4.

du marché. En revendiquant la compétence de s'assurer du respect des art. 659 ss. CO, la COPA n'assure pas le respect de la réglementation boursière, mais se substitue purement et simplement au juge civil. Un tel régime contrevient aussi bien aux art. 23 al. 3 et 33a al. 1 LBVM qu'à la jurisprudence précitée du Tribunal fédéral.

Le régime applicable aux mesures de défense des sociétés visées par des OPA hostiles ne justifie pas une autre conclusion. Il est vrai que la COPA se reconnaît dans ce domaine la compétence d'intervenir en cas de violation manifeste du droit des sociétés⁶. Toutefois, son intervention dans ce domaine repose sur une base légale plus ou moins explicite⁷. Une telle base légale fait défaut en matière de rachat d'actions. La compétence de la COPA pour se prononcer sur des questions de droit des sociétés est donc l'exception, et non la règle. Le régime prévu au chiffre 12 du projet de nouvelle Circulaire no 1 est donc à notre sens illégal et doit être supprimé.

En outre, l'interprétation donnée par la COPA de l'art. 659 CO est indûment restrictive. L'interdiction de procéder à des rachats au-delà de la limite de 10% de l'art. 659 CO avant l'échéance du délai de deux mois de l'art. 733 CO en cas de réduction de capital décidée par l'assemblée générale ne correspond pas à l'opinion qui prévaut en doctrine. Selon cette dernière, l'art. 659 CO ne *s'applique pas* aux opérations de réduction de capital décidées par l'assemblée générale⁸. Il n'y a donc pas lieu d'attendre l'échéance du délai d'appel aux créanciers de l'art. 733 CO pour franchir le seuil de 10% du capital. Le chiffre 12 du projet de circulaire marque ainsi non seulement une intervention de la COPA dans un domaine dans lequel elle n'est pas compétente, mais consacre de surcroît une interprétation inexacte du droit des sociétés.

2.3 *Interdiction des rachats d'actions "hors programme"*

Le chiffre 10 du projet de nouvelle Circulaire no 1 interdit aux émetteurs d'acquérir les titres visés par un programme de rachat en dehors de celui-ci.

Les conséquences de cette règle nous semblent être peu claires lorsque les rachats d'actions sont réalisés sur une ligne de négoce spéciale. En effet, les actions acquises dans ce contexte doivent généralement être annulées. Le projet de nouvelle circulaire n'indique pas comment, dans un tel cas, un émetteur devrait opérer s'il souhaite acquérir des titres de participation dans un but de revente (par exemple pour assurer le financement d'un programme de *stock options* ou pour couvrir les obligations de livraison résultant de l'émission d'emprunts convertibles ou à option). Le projet de circulaire n'indique pas si l'offrant devrait, dans un tel cas, faire approuver *deux* programmes de rachat distincts (un pour les rachats réalisés sur la ligne ordinaire de négoce, et un pour les rachats réalisés sur la seconde ligne), ou si les deux types de rachats pourraient coexister dans le cadre du même programme.

⁶ Art. 37 OOPA.

⁷ Art. 29 al. 3 LBVM.

⁸ PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3^{ème} éd, §4 N 232.

Il nous apparaît que la modification envisagée sur ce point n'apporte pas la clarification souhaitée au régime actuel, et est au contraire source d'incertitudes. Nous proposons par conséquent qu'il y soit renoncé.

2.4 *Interdiction de principe des rachats d'actions six mois après la date de clôture des comptes*

Le projet de circulaire interdit aux émetteurs d'initier un programme de rachat à prix fixe – et les oblige en principe à interrompre leur activité de rachat – lorsque les derniers comptes consolidés publiés ont été arrêtés à une date qui remonte à plus de six mois (ch. 16 et 26).

Cette nouvelle exigence nous semble être disproportionnée. Pour la plupart des émetteurs, elle revient à interdire les activités de rachat pendant plusieurs semaines (typiquement pendant les mois de janvier et juillet), sans que cela se justifie nécessairement par la détention d'informations privilégiées. En effet, le projet de nouvelle circulaire limite à juste titre la période pendant laquelle l'émetteur est "présumé" disposer d'informations privilégiées aux 10 jours de bourse qui précèdent la communication aux médias de résultats financiers (chiffres 15 et 25 du projet de nouvelle circulaire). Il est excessif et contradictoire de vouloir étendre cette période de suspicion au-delà de cette limite. D'ailleurs, le rapport du 26 avril 2009 de votre Commission ne fournit aucune justification pour une mesure aussi extrême. Il indique seulement un souhait de vouloir "harmoniser" le régime des délais prévus par le droit boursier et des sociétés. Or les délais auxquels il est fait référence sont sans rapport avec les opérations de rachat d'actions. L'argument avancé est donc impropre à justifier la mesure envisagée.

2.5 *Prise en compte du "free float" pour juger de la disponibilité d'une exonération en procédure d'annonce*

Le projet de nouvelle circulaire ne permet au secrétariat d'exonérer un programme de rachat en procédure d'annonce que si le volume du programme n'excède pas 20% du *free float*, calculé selon les règles de la bourse à laquelle les titres de participation sont cotés (ch. 49).

Cette nouvelle exigence nous semble être inutile. Le projet de circulaire subordonne déjà l'exonération d'un programme en procédure d'annonce à la condition que son exécution n'entraîne pas le franchissement à la baisse des seuils minimaux nécessaires à la cotation du titre (ch. 8). Cette dernière exigence permet déjà d'éviter qu'un programme de rachat autorisé en procédure d'annonce puisse réduire le flottant du titre concerné de façon excessive. Il est donc injustifié d'imposer une restriction procédurale supplémentaire à cet effet. Une référence au *free float* se justifie d'autant moins que les règles de cotation n'imposent généralement aucune obligation continue aux émetteurs dans ce domaine. Ainsi, selon les règles du SIX, l'exigence de diffusion minimale des titres s'applique au moment de la cotation du titre, mais non par la suite⁹. La signification exacte de la référence au "*free float*, calculé selon les règles de la bourse à laquelle les titres de participation sont cotés"

⁹ L'exigence de flottant de l'art. 17 RC ne vaut qu'au moment de la cotation, et non par la suite (voir à ce sujet l'art. 75a RC). L'art. 19 nRC est également explicite sur ce point.

(ch. 49) est donc peu claire. Dans la réglementation du SIX, le *free float* est surtout pertinent pour juger de l'appartenance d'un titre à un indice, plutôt que pour juger de son aptitude à rester coté.

Pour ces motifs, nous proposons de renoncer au critère prévu au chiffre 49 du projet de circulaire.

2.6 *Réalisation de transactions en période de black-out*

Notre étude est très favorable au fait que le projet de circulaire permette explicitement aux émetteurs de racheter leurs propres titres de participation en période de "*black-out*", moyennant la prise de mesures destinées à éviter l'exploitation d'informations privilégiées.

Nous doutons cependant que l'hypothèse visée au ch. 28 du projet de circulaire (adoption d'un calendrier précis relatif aux dates et aux volumes du programme de rachat au moment de l'annonce du programme de rachat) soit réaliste. Il nous semblerait préférable d'envisager l'hypothèse dans laquelle l'émetteur donne des instructions irrévocables d'achat à son *broker* (le cas échéant assorties de conditions de prix maximum, mais sans calendrier précis), ou procède à des achats à terme (soit directement, soit au moyen de dérivés). En outre, exiger que les mesures requises aient été prises "au plus tard au moment de l'annonce du programme de rachat" nous semble être disproportionné et priver le régime envisagé de l'essentiel de son utilité. A notre sens, il devrait être suffisant d'exiger que les instructions soient données en dehors d'une période de *black-out*.

Enfin, l'exigence d'une attestation de "*compliance*" de l'organe de révision de l'émetteur ne nous semble se justifier que dans le cas envisagé au ch. 30 du projet de circulaire (transactions réalisées au sein d'une banque ou d'un négociant par des personnes se trouvant séparées par un *Chinese wall*). Dans les autres cas (ch. 28 et 29 du projet de circulaire), il devrait appartenir au *broker* de s'assurer du respect des conditions d'exonération. Ce choix est pertinent, car le *broker* est lui-même assujéti à la surveillance de la FINMA, et présente donc la garantie d'une activité irréprochable. En outre, l'attestation de l'organe de révision prévue au ch. 31 fait double usage avec l'attestation du *broker* prévue au ch. 39.

2.7 *Augmentation des émoluments de la COPA*

Le projet de circulaire prévoit d'augmenter les émoluments perçus pour l'exonération de programmes de rachats en procédure d'annonce. Il prévoit ainsi de faire passer le montant minimum de ces émoluments de CHF 5'000 à 10'000, et le montant maximum de CHF 10'000 à CHF 20'000.

Le rapport du 26 avril 2009 ne fournit aucune explication sur les motifs ou la justification de cette hausse. Cette dernière nous semble être inopportune, eu égard au fait que:

- la suppression du régime d'exonération automatique des programmes portant sur moins de 2% du capital de l'émetteur devrait augmenter le nombre de cas devant être

traités par la COPA, et donc assurer suffisamment d'émoluments supplémentaires pour qu'une augmentation du niveau de ces derniers ne soit pas nécessaire; et

- comme indiqué plus haut, l'exonération *ad hoc* de chaque programme par l'autorité est une particularité suisse qui ne se justifie à notre avis pas.

Nous proposons que les programmes de rachat qui satisfont aux conditions d'exonération en procédure d'annonce bénéficient d'un régime d'exonération automatique sans intervention de l'autorité, et qu'un émolument ne soit par conséquent perçu qu'en présence d'indices d'irrégularité justifiant une intervention de la COPA.

3. Relation entre la révision envisagée, d'une part, et le nouveau droit de la société anonyme et la révision du régime des délits boursiers, d'autre part

Le moment nous semble être mal choisi pour procéder à une réforme aussi importante que celle envisagée par le projet de circulaire.

Les Chambres fédérales examinent actuellement un projet de révision du droit de la société anonyme que le Conseil fédéral a publié en décembre 2007¹⁰. Ce projet prévoit une réforme fondamentale du régime applicable aux rachats de titres de participation, en introduisant implicitement un régime de *réduction de capital autorisée*. Le projet introduit ainsi le concept de "marge de fluctuation du capital", c'est-à-dire de limites maximale et minimale à l'intérieur desquelles le conseil d'administration peut se faire reconnaître la compétence d'augmenter ou de réduire le capital-actions de sa propre initiative¹¹. Ce nouveau régime limite fortement la portée du seuil de 10% de l'art. 659 CO. En effet, le projet du Conseil fédéral prévoit que ce seuil doit être calculé sur la base du *capital émis*¹². Le conseil d'administration pouvant se faire reconnaître la compétence d'annuler lui-même les actions rachetées sans intervention de l'assemblée générale ou d'appel aux créanciers, il lui serait loisible de "remettre à zéro" la limite de 10% de façon autonome. Un tel régime, s'il devait être adopté, remettrait fondamentalement en cause le régime que consacre le projet de circulaire peu de temps après son adoption. Une telle situation nuirait à la sécurité et à la prévisibilité de la réglementation.

Enfin, nous relevons que la commission d'experts constituée en vue de la révision du régime applicable en matière de délits boursiers et d'abus de marché a proposé une réforme relativement profonde de la réglementation suisse dans ce domaine¹³. Les normes proposées devraient – en bonne logique – aussi couvrir les situations de rachat d'actions. Pour ce motif également, nous estimons une réforme importante du régime actuel inopportune à ce stade.

¹⁰ Projet du Conseil fédéral concernant la révision du Code des obligations (Droit de la société anonyme et droit comptable; adaptation des droits de la société en nom collectif, de la société en commandite, de la société à responsabilité limitée, de la société coopérative, du registre du commerce et des raisons de commerce), FF 2008 1571 ss. ("**P-CO**").

¹¹ Art. 653s ss. P-CO.

¹² Message du Conseil fédéral concernant la révision du Code des obligations, FF 2008 1407 ss., ch. 2.1.10, 1476.

¹³ Bericht vom 29 Januar 2009 der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch.

Croyez, Monsieur le Président, Mesdames, Messieurs, chers Confrères, à l'assurance de nos sentiments distingués.

Rudolf Tschäni

Andreas von Planta

Hans-Jakob Diem

Patrick Schleiffer

Jacques Iffland