

Update

Newsflash Octobre 2018

Et si la Commission européenne ne renouvelait pas sa décision d'équivalence des bourses suisses?

En décembre 2017, la Commission européenne a reconnu l'équivalence de la réglementation boursière applicable au SIX Swiss Exchange et au BX Swiss, permettant ainsi aux entreprises d'investissement de l'UE d'effectuer leurs transactions sur des titres suisses directement sur ces marchés. Cette reconnaissance n'a toutefois été octroyée que jusqu'à la fin de cette année, créant ainsi une incertitude quant au renouvellement de cette décision d'équivalence.

Vu les faibles progrès réalisés dans les négociations actuellement en cours entre la Suisse et l'UE, il est possible que la décision d'équivalence ne soit pas reconduite. En pareil cas, les entreprises d'investissement européennes seraient obligées de négocier une grande partie des titres suisses sur des plateformes européennes plutôt que sur les bourses suisses.

Le non-renouvellement de la décision d'équivalence aurait ainsi pour effet de faire migrer une partie importante de la liquidité des titres suisses sur des plateformes européennes. Bien qu'une telle décision ne pose pas de problèmes immédiats pour les émetteurs dont les titres sont cotés en Suisse, la non-reconnaissance du SIX constituerait pour eux un défi. Si des solutions existent, certaines d'entre elles auraient des conséquences importantes sur la vie des sociétés concernées.

Il y a un peu moins d'un an, le 21 décembre 2017, quelques jours avant l'entrée en vigueur de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers adoptée en 2014 (i.e. la directive 2014/65 UE ou "MiFID II"), la Commission européenne constatait que le cadre juridique et le dispositif de surveillance

applicables au SIX Swiss Exchange (SIX) et BX Swiss étaient équivalents aux exigences résultant de la réglementation boursière européenne. Cette reconnaissance était nécessaire pour que les entreprises d'investissement européennes puissent continuer de traiter des actions sur le SIX, plutôt que sur des plateformes de

négociation européennes sur lesquelles ces actions sont également négociées.

La décision d'équivalence était largement anticipée, compte tenu des emprunts importants que la réglementation boursière suisse a fait aux règles européennes. Ce qui n'avait pas été anticipé, en revanche, c'est que la Commission européenne limiterait la reconnaissance boursière à une période d'une année, échéant le 31 décembre 2018. Cette limitation dans le temps de l'équivalence boursière accordée à la Suisse est d'autant plus surprenante que d'autres pays ont obtenu une équivalence illimitée. Comment expliquer cette décision? Le caractère temporaire de l'équivalence s'explique principalement par le fait que la Commission européenne a décidé de lier explicitement l'extension de cette reconnaissance aux "progrès accomplis en vue de la signature d'un accord établissant le cadre institutionnel commun" entre la Suisse et l'Union européenne (UE). En d'autres termes, la Commission européenne a explicitement lié la question de l'équivalence boursière, jusque-là comprise comme étant de nature exclusivement technique, au résultat d'un processus politique. La reconnaissance de l'équivalence boursière est ainsi devenue un levier de négociation dans les discussions entre la Suisse et l'UE quant à l'avenir des quelques 120 traités qui les lient.

Si la décision de la Commission européenne de limiter l'équivalence dans le temps a d'abord pris les autorités politiques suisses au dépourvu, celles-ci, et dans leur sillage le SIX et les milieux économiques helvétiques, ont ensuite manifesté une certaine confiance quant au fait que l'équivalence du SIX serait ultimement reconduite.

Toutefois, le peu de progrès réalisés dans les négociations entre la Suisse et l'UE quant à un accord nouvel institutionnel ainsi que les difficultés rencontrées dans les discussions entre l'UE et le Royaume-Uni sur le Brexit ont fini par entamer cette confiance. La question se pose dès lors: que se passerait-il si l'UE ne reconduisait pas sa décision d'équivalence boursière?

Une non-reconduction de l'équivalence du SIX redirigerait le flux d'ordres des entreprises d'investissement de l'UE vers les plateformes de négociation européennes

Sur le plan juridique, une telle mesure aurait pour effet d'obliger l'ensemble des "entreprises d'investissement" de l'UE à mener les négociations sur les actions qui sont à la fois cotées au SIX et négociées sur une plateforme européenne (notamment un MTF), uniquement sur les marchés européens (c'est-à-dire sur les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (MTF) ou les internalisateurs systématiques situés dans l'UE). Il leur serait interdit de placer leurs ordres – ou d'instruire un broker de placer des ordres – sur le SIX, et cela même si le SIX se trouvait être le marché le plus liquide pour le titre en question. En effet, l'obligation de traiter sur des plateformes européennes l'emporte sur l'obligation de "best execution" que les entreprises d'investissement soumises à MiFID II doivent respecter lorsqu'elles traitent les ordres de leurs clients. Même si les dispositions européennes applicables (l'article 23 du règlement européen 600/2014 du 15 mai 2014 ou règlement "MiFIR") prévoient certaines dérogations à cette obligation pour les entreprises d'investissement de l'UE de négocier sur des plateformes européennes, ces exceptions ne paraissent pas susceptibles d'être utilisées à grande échelle.

En d'autres termes, la non-reconduction de l'équivalence du SIX aurait pour effet de rediriger le flux d'ordres de l'ensemble des entreprises d'investissement européennes du SIX vers des plateformes européennes. Une telle évolution serait gravement préjudiciable au SIX, dont une part importante du volume des transactions provient de l'UE.

Des contre-mesures suisses à la portée incertaine

La Suisse n'aurait que peu de recours dans une telle hypothèse, car les moyens dont elle dispose

pour influencer le comportement des intermédiaires financiers qui ne sont pas établis sur son territoire sont limités. Au mois de juin 2018, le Conseil fédéral suisse a toutefois essayé de réagir. Il a indiqué être prêt à prendre des mesures pour "maintenir le fonctionnement de l'infrastructure boursière suisse" et "préserver l'accès aux bourses suisses pour les acteurs européens des marchés" si la Commission européenne ne reconduisait pas l'équivalence boursière suisse au-delà de 2018. Le Conseil fédéral a ainsi indiqué que, dans un tel cas, la Suisse introduirait par voie d'ordonnance une nouvelle obligation pour les plateformes étrangères qui admettent à la négociation des actions suisses d'obtenir une décision reconnaissant leur équivalence avec les bourses suisses, et que les plateformes de l'UE ne bénéficieraient pas de cette décision aussi longtemps que l'équivalence des bourses suisses ne serait pas reconnue. La mesure entrerait en vigueur "au plus tard le 1er décembre 2018", pour autant que Commission européenne n'ait pas prolongé l'équivalence boursière du SIX ou n'ait pas garanti publiquement sa prolongation avant cette date.

La question de savoir si les mesures de représailles annoncées par la Suisse permettraient d'atteindre l'objectif recherché reste à ce jour incertaine. Les décisions des autorités suisses sont limitées par le principe de territorialité et ne présenteraient de difficultés que pour les plateformes européennes qui admettent des actions suisses à la négociation et qui sont actives en Suisse. Par ailleurs, il est encore trop tôt pour savoir quelles décisions prendront ces plateformes si elles devaient choisir entre renoncer à traiter les actions suisses et fournir leurs services en Suisse. Le SIX a en outre fait publiquement part de sa crainte que les mesures de représailles du Conseil fédéral l'empêchent de créer une filiale européenne, et ainsi de préserver ses activités en cas de non-reconduction de l'équivalence.

Quelles conséquences pour les sociétés cotées au SIX?

Aujourd'hui, la plupart des titres suisses cotés sur le SIX sont également négociés sur des MTF de l'UE. En cas d'absence de renouvellement de l'équivalence boursière suisse, les émetteurs se

trouveraient probablement dans une situation où ils verraient une part importante du négoce de leurs titres migrer vers des plateformes européennes. En outre, les émetteurs ne disposent que de peu de moyens pour empêcher les plateformes qui le souhaitent d'admettre leurs titres à la négociation. Contrairement à ce qui se passe pour une première cotation sur un marché réglementé, la seconde cotation sur un marché réglementé européen, l'admission à la négociation sur un MTF ou le traitement par un internalisateur systématique ne requièrent pas l'assentiment de l'émetteur concerné.

Si cette situation ne devrait pas poser de problème immédiat aux sociétés suisses cotées en bourse, une fragmentation de la liquidité entre plusieurs marchés pourrait à terme être perçue comme insatisfaisante. En particulier, cette situation pourrait amener les émetteurs suisses à envisager de transférer leur cotation principale vers des marchés réglementés européens.

La cotation sur un marché réglementé européen — Une démarche lourde de conséquences

Une cotation sur un marché réglementé européen devrait cependant être étudiée avec soin, car ses conséquences seraient potentiellement profondes pour les émetteurs concernés. Une telle mesure aurait pour effet de soumettre les émetteurs à la réglementation européenne et aux règles nationales de l'Etat du lieu de cotation (informations permanentes et périodiques, prévention des abus de marché, etc.) et de rendre les autorités administratives et judiciaires européennes compétentes sur l'émetteur et ses organes. L'absence de cotation en Suisse rendrait aussi certaines règles suisses inapplicables, dont en particulier les règles sur les offres publiques d'acquisition (OPA). Les règles européennes sur les OPA seraient le cas échéant applicables, mais l'interaction de ces règles avec le droit suisse des sociétés pourrait avoir des effets inattendus. Cela pourrait notamment être le cas dans le domaine sensible des mesures de défense contre les offres perçues comme hostiles.

Les autorités européennes pourraient attendre la seconde moitié du mois de décembre pour prendre une décision. Le suspense est donc susceptible de se prolonger jusque tard dans

l'année. Les sociétés cotées suisses, quant à elles, peuvent sans doute se permettre d'attendre de connaître l'issue des négociations entre la Suisse et l'UE pour décider des mesures concrètes à mettre en oeuvre. Selon l'issue de ces pourparlers, elles pourraient cependant devoir

prendre des décisions difficiles et lourdes de conséquences.

Nous sommes à votre disposition pour toute question complémentaire que vous pourriez avoir.

Avis légal: Le contenu de cet UPDATE Newsflash est de nature générale et ne constitue pas du conseil juridique. Nous nous tenons volontiers à votre disposition pour toute question spécifique.

Contacts

Lenz & Staehelin

Jacques Iffland
jacques.iffland@lenzstaehelin.com
Tél: +41 58 450 70 00

Route de Chêne 30
1211 Genève 6
Suisse
www.lenzstaehelin.com

Spitz Poule Kannan

Nicolas Spitz
nspitz@spitz-poule.com
Tél: +33 1 83 64 76 20

18, boulevard de la Tour-Maubourg
75007 Paris
France
www.spitz-poule.com