

Tirage à part :

Développements récents en droit commercial

Lauren OJHA (édit.)

Sébastien BETTSCHART

**Les contrats de liquidités -
*Market making agreements***

Publication  89

Lausanne 2012

Les contrats de liquidité – *Market making agreements*

Sébastien BETTSCHART

Dr en droit, LL.M. (NYU), avocat,
Chargé de cours à l'Université de Fribourg,
Chargé d'enseignement à l'Université de Genève

I. Introduction

Par un contrat de liquidité (ou *market making agreement*), un émetteur charge un négociant d'acheter et/ou de vendre les titres émis par l'émetteur, généralement cotés en bourse, pour favoriser la liquidité des titres et éviter des différences de cours non justifiées par les tendances du marché.

Les contrats de liquidité s'insèrent dans des contextes financiers qui ont en principe en commun la nécessité d'augmenter ou d'assurer la liquidité d'un instrument financier donné ou d'assurer la stabilité (voire de soutenir) le cours de l'instrument en question.

Nous suivrons le plan suivant :

Tout d'abord, pour bien saisir les enjeux, il convient de s'arrêter sur quelques mécanismes des marchés financiers (II) et d'examiner le contexte réglementaire (III).

Nous nous pencherons ensuite brièvement sur la typologie des contrats de liquidité (IV) puis examinerons l'intérêt pratique de ces contrats (V), avant de conclure (VI).

II. Quelques notions de base des marchés des capitaux

Afin de comprendre les raisons d'être des contrats de liquidité, il nous a paru utile de brièvement présenter deux notions essentielles au fonctionnement du marché boursier, à savoir l'efficacité des marchés (A) et les modèles d'organisation du négoce (B).

A. L'efficacité des marchés et la liquidité

Conformément à l'hypothèse de l'efficacité des marchés (*efficient-market hypothesis*), les acteurs opérant en bourse (négociants, etc.) réagissent rationnellement (c'est-à-dire en cherchant à maximiser leur profits) et immédiatement (à savoir en moins de quinze minutes) aux informations qui leur parviennent¹.

En d'autres termes, le prix d'un instrument financier est censé refléter à tout moment l'ensemble des informations disponibles sur le marché, présentes et passées, et donc correspondre à la véritable valeur du titre.

A vrai dire, le consensus basé sur des études empiriques veut que le marché ne soit pas parfaitement efficace, les acteurs ne formant leur décision que sur la base des informations publiques, et non sur la base de toutes les informations. L'efficacité est dite semi-forte (*semi-strong form*)².

L'hypothèse de l'efficacité des marchés doit tenir compte des critiques émises par les tenants de la finance comportementale (*behavioral finance*) qui ont montré que les acteurs opérant en bourse ne sont pas entièrement rationnels, notamment parce que le traitement de l'information par l'être humain est généralement biaisé par une confiance exagérée en soi, une sur-réaction aux nouvelles informations et qu'il n'est pas exempt de préjugés (biais cognitifs et émotionnels)³.

D'un point de vue réglementaire, l'efficacité des marchés dans sa forme semi-forte (tempérée cas échéant par les apports de la finance comportementale) est généralement présumée⁴. Elle justifie notamment la nécessité de prévoir une réglementation punissant les délits d'initiés⁵.

¹ Eugene F. FAMA, *Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work*, p. 383 ss ; Eugene F. FAMA, *Efficient Capital Markets : II*, p. 1575 ss ; James H. LORIE/Peter DODD/Mary HAMILTON KIMPTON, *The Stock Market : Theories and Evidence* ; Ramon MABILLARD/Matthias AMMANN, *Kursrelevanz zwischen ökonomischer Beobachtung und rechtlicher Steuerung*, p. 159 s.

² Dans sa forme faible (*weak form*), le cours d'une valeur incorpore toutes les informations publiques historiques. Il n'est donc pas possible de prévoir l'évolution du cours en se basant sur les cours historiques (*random walk*). Dans sa forme forte (*strong form*), le cours reflète toutes les informations, qu'elles soient publiques ou privées. Il n'est généralement pas admis que les marchés soient efficaces dans la forme forte. Cf. Stephen A. ROSS/Randolph W. WESTERFIELD/Jeffrey JAFFE, *Corporate finance*, p. 433 ss.

³ D'autres mécanismes permettent cependant de compenser le manque de rationalité des investisseurs (en particulier des investisseurs non professionnels), dont celui de l'arbitrage ; cf. ROSS/WESTERFIELD/JAFFE, p. 432 s., 443 ss et 451 s. ; Andrei SHLEIFER, *Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance* ; Roger GRONER, *Aktienrückkäufe und Kursbeeinflussung*, p. 285 s. ; Caroline MÖHRLE, *Delisting : kapitalmarktrechtliche, gesellschaftsrechtliche und umstrukturierungsrechtliche Aspekte*, p. 112 s.

⁴ Cf. p. ex. Georg GOTSCHKEV, *Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht*, p. 31 s. ; MÖHRLE, p. 114. Cf. aussi, Rapport explicatif AP LBVM, p. 19.

⁵ Cf. *infra* p. 82.

Pour que les marchés puissent fonctionner de manière efficace, il faut que le mécanisme d'échange permette un ajustement constant et rapide du prix des titres. En d'autres termes, plus le marché fait l'objet d'un négoce soutenu, plus la formation des prix reflétera fidèlement les informations disponibles aux investisseurs⁶.

Pour ce faire, il faut que le titre soit liquide, c'est-à-dire qu'il puisse être acheté ou vendu sur le marché sans que son prix ne soit affecté par des coûts de transaction. Le fait qu'un instrument financier fasse l'objet d'un négoce soutenu est l'une des caractéristiques de la liquidité, non sa définition⁷.

Le but d'un contrat de liquidité est précisément d'animer le marché d'un instrument financier qui ne serait sans cela pas suffisamment liquide pour garantir un fonctionnement efficace du marché.

B. Le négoce et les modèles de marché

Il revient à la bourse d'édicter la réglementation applicable à l'organisation du marché, en particulier la manière dont les offres sont échangées, la formation des cours, ainsi que la conclusion et l'exécution des transactions (article 5 alinéa 1 de la Loi fédérale sur les bourses et le commerce de valeurs mobilière ; « LBVM »)⁸.

A cet égard, les règles de conciliation des offres (le *matching*) suivent des règles relativement complexes prévues dans la Directive 3 : Négoce de la *SIX Swiss Exchange* du 31 août 2011 (« Directive 3 ») et dont la plus connue est le principe de priorité prix-temps (article 6 Directive 3). Ces règles diffèrent selon le modèle de marché applicable au segment de négoce défini par la bourse, c'est-à-dire le type

⁶ Ronald J. GILSON/Reinier H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, p. 622 ss, qui relèvent également le facteur de l'importance de la capitalisation boursière.

⁷ On considère en général que la liquidité a trois dimensions. Premièrement, un titre doit avoir la capacité d'absorber des transactions importantes sans que son cours ne soit affecté de manière significative (*depth* ou profondeur). Deuxièmement, les frais liés à la négociation des titres (*tightness* ou étroitesse) ; on songe notamment aux commissions de courtage et au *bid-ask spread*, c'est-à-dire l'écart de prix entre l'offre et la demande. Troisièmement, la rapidité à laquelle le cours retrouve son équilibre après un choc (*resiliency* ou résilience). Cf. Albert S. KYLE, *Continuous Auctions and Insider Trading*, p. 1316 ss et 1330 s. ; ROSS/WESTERFIELD/JAFFE, *Corporate finance*, 7^e éd., New York 2005, p. 335 ; Max BOEMLE et al., *Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz*, p. 744 ; Dieter ZOBL/Stefan KRAMER, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, N 60, qui ne mentionnent que le facteur de l'étrouitesse.

⁸ BaK-WATTER/KAGI, N 10 et 11 ad art. 5 LBVM. La principale bourse suisse, la *SIX Swiss Exchange*, a édicté sur cette base une réglementation qui a été récemment remise à jour et qui servira d'exemple dans le cadre de la présente contribution. Cette réglementation est accessible selon une systématique compliquée et quelque peu déroutante sur www.six-swiss-exchange.com/participants/regulation_fr.html et www.six-exchange-regulation.com/index.html.

de valeurs cotées (actions *blue chips*, actions *mid-cap/small cap*, fonds de placement, ETF, etc.)⁹.

Fondamentalement, on distingue deux modèles de marché¹⁰, c'est-à-dire deux manières d'organiser le négoce des titres.

- Dans le premier cas, les offres d'achat et les offres de vente (les « ordres »¹¹) entrés dans le carnet d'ordres déterminent le cours d'une valeur sur la base d'un système d'enchères ; le marché est dit régi par les ordres (*order-driven trading*). En d'autres termes, la formation des prix et la possibilité de conclure une transaction est uniquement fonction de l'offre et de la demande. Si un ordre d'achat ne trouve pas d'ordre de vente correspondant (par exemple parce que le marché est illiquide), aucune transaction n'a lieu.
- Dans le second cas, les prix d'achat et de vente du titre sont fixés simultanément par des *market makers* (les « quotes »)¹² ; le marché est dit régi par les cours (*quotation-driven trading*). En d'autres termes, la fixation des prix se fonde sur les quotes ; il y a interruption de négoce lorsque le carnet d'ordres comporte des ordres mais qu'aucune quote de sens opposé n'est disponible¹³. Dans ce modèle, il est possible de conclure une transaction au cours indiqué par le *market maker* même si le marché est illiquide faute d'offres d'achat ou de vente correspondantes¹⁴.

De manière générale, la *SIX Swiss Exchange* applique – sous réserve du négoce des emprunts internationaux, des ETF/ETSF et des ETP – le modèle de marché régi par les ordres, caractérisé par l'absence de *market makers* désignés¹⁵ alors que la bourse *Scoach Switzerland*, dédiée aux produits dérivés et structurés, applique le modèle de marché régi par les cours¹⁶.

⁹ Art. 9.3 et 10.4 du Règlement relatif au négoce de la *SIX Swiss Exchange* du 15 février 2011 (« Règlement relatif au négoce ») ; art. 18 Directive 3. Les segments sont soumis à des standards réglementaires spécifiques (*main standard, domestic standard, etc.*) ; cf. art. 3 al. 1 du Règlement de cotation de la *SIX Swiss Exchange* du 12 novembre 2010 (« Règlement de cotation »).

¹⁰ BaK-DAENIKER/WALLER, N 21 ad art. 2 let. a-c LBVM ; BaK-WATTER/KÄGI, N 11 ad art. 5 LBVM. Cf. art. 11 ss Directive 3.

¹¹ Conformément à l'art. 5.1 al. 1 Directive 3, « un ordre est une offre ferme consistant dans l'achat ou la vente d'un certain nombre de valeurs mobilières à un prix illimité ou limité ». Cf. aussi art. 5.2 Directive 3.

¹² Conformément à l'art. 5.1 al. 3 Directive 3, « La quote désigne la saisie simultanée d'un ou plusieurs ordres d'achat et/ou de vente limités dans une seule et même instruction. »

¹³ Art. 10 al. 1 let. c Directive 3.

¹⁴ BaK-DAENIKER/WALLER, N 21 ad art. 2 let. a-c LBVM ; ZOBL/KRAMER, N 911.

¹⁵ Art. 11 Directive 3. Cf. Angelo RANALDO, *Intraday Market Liquidity on the Swiss Stock Exchange*, p. 309 ss.

¹⁶ Art. 11 de la Directive 3 : *Négoce de Scoach Switzerland* du 7 septembre 2010. Cf. aussi l'*Order Book Trading Guide* de la *SIX Swiss Exchange* du 17 octobre 2008. Pour la bourse *Eurex Zurich* (marché à terme) qui sera vendue par la *SIX Swiss Exchange* le 1^{er} janvier

III. Le contexte réglementaire

A. Les règles de conduite sur les marchés

1. En général

Le fait que le fonctionnement des marchés corresponde empiriquement à la forme semi-forte de l'hypothèse de l'efficience des marchés ne signifie pas que le législateur ne puisse intervenir pour garantir un bon fonctionnement des marchés et un *level playing field* aux investisseurs¹⁷.

Ainsi, la LBVM a pour but de garantir aux investisseurs transparence et égalité de traitement et de créer des conditions propres à assurer le bon fonctionnement des marchés des capitaux (article 1 LBVM). En protégeant les investisseurs, il s'agit également d'améliorer la réputation et la compétitivité de la place financière suisse (article 5 de la Loi sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers ; « LFINMA »)¹⁸. En réalité, cette énumération n'est qu'une manière de concrétiser le principe d'un marché efficient qui, s'il l'est vraiment, protège tous les investisseurs, y compris les amateurs qui, à titre individuel, ne seraient pas pleinement informés¹⁹.

Il revient au législateur, respectivement à la FINMA (article 7 LFINMA) et, sur la base de l'autorégulation, aux associations professionnelles, notamment l'Association suisse des banquiers²⁰, ainsi qu'aux bourses²¹ (article 7 alinéa 3 LFINMA ; article 4 alinéa 1 LBVM) de concrétiser ces buts en établissant notamment les règles de conduite applicables dans le domaine du négoce de valeurs mobilières.

En droit positif suisse, il existe un double niveau d'intervention :

- les abus les plus graves sont réprimés par le législateur au niveau du Code pénal (« CP ») ; tout un chacun y est soumis ;
- au-delà de ce noyau dur, les négociants sont soumis à des règles beaucoup plus exigeantes en matière de comportement, cristallisées pour l'essentiel

2012, cf. ZOBL/KRAMER, N 985 s. A l'étranger, on citera le *New York Stock Exchange* comme exemple typique de marché régi par les ordres et le *NASDAQ* comme un exemple typique de marché régi par les cours.

¹⁷ MÖHRLE, p. 110. Cf. Rapport explicatif AP LBVM, p. 19.

¹⁸ BaK-WATTER, N 9 ss ad art. 1 LBVM ; Franca CONTRATTO, *Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht*, p. 76 ss.

¹⁹ GRONER, p. 286.

²⁰ Cf. Règles de conduite pour négociants en valeurs mobilières applicables à l'exécution d'opérations sur titres de l'Association suisse des banquiers du 22 octobre 2008 (« Règles de conduite ASB »), reconnues comme standard minimum au sens de la Circulaire FINMA 2008/10 : Normes d'autorégulation reconnues comme standards minimums, cm 10.

²¹ Cf. art. 9.2 Règlement relatif au négoce.

dans la Circulaire FINMA 2008/38 relative aux règles de conduite sur le marché (« Circulaire FINMA 2008/38 »)²².

Ces règles de conduite ont pour vocation, d'une part, de définir certains comportements abusifs qui pourraient perturber le bon fonctionnement du marché des capitaux (liste négative) et, d'autre part d'indiquer au marché ce qui est considéré comme des pratiques de marché admissibles (*accepted market practices*) (liste positive).

Ces règles de conduite s'articulent autour de trois principes²³.

- Premièrement, l'interdiction des opérations d'initiés, à savoir l'utilisation d'informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours²⁴. Cette interdiction est le résultat direct de l'absence de consensus autour de la forme forte de l'efficience des marchés : puisque les informations privées ne sont pas supposées être reflétées dans les cours, les initiés profitent d'un marché inefficace (forme forte) au détriment de leur contrepartie. Les opérations d'initiés, qui font partie du noyau dur, sont également réprimées pénalement (article 161 CP)²⁵.
- Deuxièmement, l'interdiction de manipuler les cours, soit en diffusant des informations trompeuses dans le dessein d'influencer notablement les cours, soit en effectuant dans le même but des opérations fictives²⁶. Les manipulations de cours, qui font partie du noyau dur, sont également réprimées pénalement (article 161^{bis} CP).
- Troisièmement, l'interdiction, pour les négociants en valeurs mobilières, d'effectuer des transactions réelles à caractère manipulateur et d'agir de mauvaise foi vis-à-vis des investisseurs²⁷. Afin d'assurer la mise en œuvre

effective de ces principes, les négociants sont soumis à des obligations d'organisation²⁸.

2. Projet de révision de la LBVM

La réglementation relative aux abus de marché fait l'objet d'une procédure de révision visant à assurer une meilleure protection de la place financière suisse dans un contexte d'harmonisation avec le droit communautaire²⁹.

En particulier³⁰, le Conseil fédéral propose de regrouper l'ensemble des comportements jugés abusifs dans une seule disposition relative à la manipulation du marché (regroupant aussi bien les comportements réprimés par l'actuel article 161^{bis} CP que les transactions réelles à caractère manipulateur), à laquelle tous les acteurs du marché, y compris ceux qui ne sont actuellement pas assujettis à la surveillance de la FINMA (*hedge funds*, investisseurs privés) seront soumis (article 33f P LBVM)³¹.

Le Conseil fédéral a retenu fondamentalement la variante A de l'Avant-projet (surveillance générale)³², à savoir une interdiction générale de toute transaction, fictive ou réelle mais à caractère manipulateur (article 33f alinéa 1 P LBVM), à charge pour le Conseil fédéral de définir les pratiques de marché admissibles. Sont mentionnés, à titre exemplatif, les opérations sur titres visant à soutenir le cours et stabiliser le prix et les programmes de rachat de titres (article 33f alinéa 2 P LBVM)³³.

d'achats. *Squeezing/cornering* : création de grosses positions dans l'intention de rétrécir le marché. *Spoofing* : placement d'ordres fictifs pour des gros blocs dans le système de négoce dans l'intention de les supprimer immédiatement. Le *front running* et le *parallel running* (le gérant d'un dépôt de valeurs mobilières réalise des affaires personnelles dans le dessein d'obtenir un avantage pécuniaire, en exploitant la connaissance d'ordres confidentiels de clients) ainsi que le *scalping* (recommandation publique d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans le dessein d'obtenir un avantage pécuniaire, sans avoir communiqué publiquement de la même manière, au préalable ou en relation immédiate avec cette recommandation, la possession en propre de telles valeurs, d'instruments financiers dérivés relatifs à ces valeurs ou de positions courtes (*short positions*) correspondantes) relèvent du délit d'initiés (et non de la manipulation du marché) ; cf. Rapport explicatif AP LBVM, p. 12 et Message P LBVM, p. 6357.

²² Circulaire FINMA 2008/38, cm 45 ss.

²³ Message P LBVM, p. 6338 et 6351 ss.

²⁴ L'exploitation d'information d'initiés (l'actuel art. 161 CP) est également redéfini et élargi (art. 33e et 40 P LBVM ; Message P LBVM, p. 6357 s. et 6360 ss).

²⁵ Message P LBVM, p. 6358.

²⁶ Dans la variante B (surveillance élargie), seules quelques pratiques particulièrement nocives étaient interdites pour les non-assujettis ; cf. Rapport explicatif AP LBVM, p. 21 ss. Cette variante n'était toutefois pas entièrement euro-compatible, cf. Rapport explicatif AP LBVM, p. 30 s. Sur le résultat de la consultation, cf. Message P LBVM, p. 6349.

²⁷ Message P LBVM, p. 6358 s.

²² Complétée par la FAQ y relative, disponible sur www.finma.ch/f/faq/beaufsichtigte/Pages/faq-marktverhalten.aspx.

²³ Christian BOVET/Lucia GOMEZ RICHIA, FINMA, Extension du périmètre de la surveillance, transparence et autres développements récents de la réglementation et de la jurisprudence administrative, p. 220 s.

²⁴ Circulaire FINMA 2008/38, cm 7 ss.

²⁵ Christoph B. BÜHLER/Daniel HÄRING, Die selbstgeschaffene Insiderinformation. Transaktionen aufgrund eigener Planung im Lichte des Insiderhandelsverbots, p. 455.

²⁶ Circulaire FINMA 2008/38, cm 22 ss. Cf. les exemples d'opérations fictives donnés dans le Rapport explicatif AP LBVM, p. 9 et dans le Message P LBVM, p. 6337 et p. 6358. *Wash sales* : série de transactions où les parties sont identiques sur le plan économique créant pour les tiers l'illusion d'une activité réelle. *Matched orders/daisy chains/circular trading* : plusieurs personnes agissant de concert coordonnent leur transactions pour faire croire à une activité réelle alors que d'un point de vue économique les transactions effectuées se compensent.

²⁷ Circulaire FINMA 2008/38, cm 27 ss et 39 ss. Quelques exemples d'opérations réelles à caractère manipulateur sont donnés dans le Rapport explicatif AP LBVM, p. 12, N 16-21 et le Message P LBVM, p. 6358. *Ramping/camping/pegging* : distorsion des liquidités et des prix en provoquant consciemment un excédent d'ordres de ventes ou

Le Conseil fédéral propose de donner à la FINMA la possibilité de conduire une procédure de surveillance contre toute personne, y compris des non-assujettis, qui adopterait un comportement interdit, notamment en manipulant le marché. La FINMA serait autorisée à appliquer aux non-assujettis les instruments de surveillance traditionnels prévus par la LFINMA, à savoir l'obligation de renseigner (article 29 alinéa 1 LFINMA), la décision en constatation (article 32 LFINMA), la publication (article 34 LFINMA) et la confiscation (article 35 LFINMA) (article 34 P LBVM)³⁴.

Seules l'exploitation d'information d'initiés (article 40 P LBVM, qui étend et précise l'actuel article 161 CP³⁵) et la manipulation de cours (article 40a P LBVM, correspondant peu ou prou à l'actuel article 161^{bis} CP) ouvriraient en outre la voie à des sanctions pénales³⁶. En revanche, les autres manipulations du marché (article 33f P LBVM), c'est-à-dire les transactions réelles à caractère manipulateur, ne donneraient pas lieu à des sanctions pénales, les instruments de surveillance, étendus aux non-assujettis, étant censés assurer le bon fonctionnement du marché et la protection des investisseurs³⁷.

Il est prévu que les compétences en matière de poursuite et de jugement pénal relatives à l'exploitation d'informations d'initiés (article 40 P LBVM) et de manipulation de cours (article 40a P LBVM) reviennent aux autorités fédérales, à savoir le Ministère public de la Confédération, respectivement le Tribunal pénal fédéral, sans possibilité de déléguer aux autorités cantonales (article 44 P LBVM)³⁸.

³⁴ Message P LBVM, p. 6359.

³⁵ Message P LBVM, p. 6360 ss.

³⁶ Message P LBVM, p. 6342 et 6362. Les délits d'initiés et la manipulation de cours connaîtront également une forme qualifiée si l'avantage pécuniaire dépasse CHF 1'000'000.- (art. 40 al. 2 et 40a al. 2 P LBVM) ; il s'agira alors de crimes et non plus simplement de délits, qualifiant ainsi d'infractions préalables au blanchiment d'argent (art. 305^{bis} CP) ; cf. Message P LBVM, p. 6341 s.

³⁷ Message P LBVM, p. 6342. Sur les rapports avec le droit communautaire, cf. Message P LBVM, p. 6351 s. et 6353 ss. D'un point de vue systématique, la suppression des articles 161 et 161^{bis} CP au profit de dispositions spécifiques dans la LBVM (art. 40 s. P LBVM) correspond au principe législatif selon lequel toutes les dispositions – y compris pénales – ayant trait à un domaine, soient traitées dans la même loi, cf. Rapport explicatif AP LBVM, p. 19 s. et Message P LBVM, p. 6342.

³⁸ En revanche, le Département fédéral des finances resterait compétent s'agissant de réprimer sur le plan pénal les violations de l'obligation de déclarer (art. 50 LFINMA), contrairement à ce que prévoyait l'Avant-projet ; cf. Message P LBVM, p. 6342 s. et 6363 ; Rapport explicatif AP LBVM, p. 20 s.

3. Rachat d'actions

La réglementation relative aux rachats d'actions cotées a en réalité pour (seul) but de prévenir les abus de marché³⁹.

Cela n'est pas toujours perçu comme tel dans la mesure où l'on considère en Suisse – mais c'est une spécificité, notamment par rapport au droit américain⁴⁰ et au droit communautaire⁴¹ – que ces règles relèvent avant tout du droit des sociétés (articles 659 et suivants du Code des obligations ; « CO »)⁴² et de la réglementation applicable aux offres publiques d'achat. Cette spécificité risque toutefois de disparaître dès lors que le Conseil fédéral sera chargé d'édicter des prescriptions concernant les comportements licites en relation avec les programmes de rachat de titres (article 33f alinéa 2 lettre b P LBVM)⁴³.

Il n'y a pas lieu ici de rentrer dans le détail de cette réglementation – prévue dans la Circulaire COPA N 1 : Programmes de rachat du 26 février 2010 (« Circulaire COPA ») – qui impose à l'émetteur un certain nombre d'obligations en termes d'égalité de traitement, de transparence, de loyauté et de bonne foi (article 4 alinéa 2 de l'Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition)⁴⁴, sauf pour signaler ce qui suit.

- Le but du programme de rachat doit être formulé de manière précise et complète⁴⁵.
- L'émetteur ne peut pas acheter ses propres titres en dehors du programme de rachat, à moins de le faire dans un but différent que celui annoncé. S'il vend ses propres titres ou en achète pour un but différent que celui annoncé, l'émetteur doit le déclarer⁴⁶.
- Le volume du programme de rachat ne peut pas excéder 20% de la fraction librement négociable (*free float*) et 10% du capital ou des droits de vote

³⁹ Rashid BAHAR, Scale and Scope of the Regulation of Share Buybacks, CapLaw 2010 N 65 ; GRONER, p. 279 ss (critique).

⁴⁰ Art. 1 of the Rule 10b-18 : Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others.

⁴¹ Art. 8 de la Directive 2003/6 du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché ; art. 3 ss du Règlement 2273/2002 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6 en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers. Cf. Peter NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 3^e éd., Berne 2010, § 15 N 33.

⁴² Peter BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, § 4 N 194 ss.

⁴³ Cf. *supra* § III/A.2.

⁴⁴ Pascal BOVEY/Patrick WASER, Aus der Praxis der Übernahmekommission, p. 247 s. ; Hansjürg APPENZELLER, Neuerungen bei öffentlichen Aktienrückkaufen, p. 140 ss.

⁴⁵ Circulaire COPA, cm 5.

⁴⁶ Circulaire COPA, cm 12.

inscrits au registre du commerce, étant précisé que la Commission des OPA ne vérifie pas le respect de l'article 659 CO⁴⁷.

La réglementation prévue par la Circulaire COPA ne s'applique que si le programme de rachat est public au sens de l'article 2 lettre e LBVM. Or, hormis les règles sur la publicité événementielle, limitée aux faits susceptibles d'entraîner une modification notable des cours⁴⁸, il n'existe pas d'obligation pour les émetteurs d'annoncer leur intention de racheter leurs propres titres.

Cette situation a donc pour effet paradoxal que les programmes de rachat les moins transparents (parce que ne faisant l'objet d'aucune annonce) ne sont soumis à aucune règle⁴⁹.

Cela pourrait néanmoins changer si le Parlement attribue au Conseil fédéral, comme cela est prévu dans le Projet de révision de la LBVM, l'obligation d'édicter les prescriptions relatives aux programmes de rachat d'actions (article 33f alinéa 2 lettre b P LBVM)⁵⁰.

B. Le market maker (le teneur de marché)

En droit suisse, le *market maker* (le teneur de marché ou parfois, et de manière plus parlante, l'animateur de marché ou l'apporteur de liquidité) est un négociant qui, à titre professionnel, fait le commerce de valeurs mobilières à court terme pour son compte et propose au public, en permanence ou sur demande, un cours pour certaines valeurs mobilières (article 3 alinéa 4 de l'Ordonnance sur les bourses et le commerce de valeurs mobilières ; « OBVM »)⁵¹.

Les *market makers* tombent sous le coup de la loi même s'ils n'exercent pas d'activités principalement dans le domaine financier (article 2 alinéa 2 OBVM)⁵², ce qui a pour conséquence que les entreprises dont les départements financiers ont des activités de *market makers* doivent rendre cette activité juridiquement autonome et obtenir pour la nouvelle société une autorisation de négociant (article 19 alinéa 2 OBVM)⁵³.

⁴⁷ Circulaire COPA, cm 8 s. et 17.

⁴⁸ Art. 53 Règlement de cotation.

⁴⁹ BaK-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, N 16 ad art. 22 LBVM.

⁵⁰ Cf. supra § III/A.2.

⁵¹ Pour une définition en droit communautaire, cf. art. 4 ch. 8 de la Directive 2004/39 du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID) : « une personne qui est présente de manière continue sur les marchés financiers pour négocier pour son propre compte et qui se porte acheteuse et vendeuse d'instruments financiers en engageant ses propres capitaux, à des prix fixés par elle ».

⁵² Et ce contrairement aux négociants pour compte propre qui ne sont considérés être des négociants en valeurs mobilières que s'ils exercent une activité principalement dans le domaine financier (art. 2 al. 1 OBVM).

⁵³ Circulaire FINMA 2008/5 : Négociant, cm 39 ss.

D'après la pratique de feu la Commission fédérale des banques (« CFB »), ne peut être considéré comme *market maker* que celui qui s'engage, de manière ferme, à acheter et/ou à vendre des titres pour son propre compte, supportant ainsi les risques de cours. La proposition d'offres non contraignantes ou la publication d'ordres passés par des clients ne suffisent pas pour être considéré comme un *market maker*⁵⁴.

Le fait d'offrir des cours pour ses propres titres peut également conduire à l'assujettissement comme *market maker*⁵⁵.

L'intervention du *market maker* peut soit être faite de manière volontaire, soit résulter d'une obligation contractuelle ou réglementaire, notamment parce que la réglementation exige qu'un certain type de valeurs fasse l'objet d'un *market making*⁵⁶.

Le *market maker* tire ses revenus de la marge qu'il maintient sur les instruments pour lesquels il offre un cours, à savoir la différence (*spread*) entre le prix auquel un *market maker* est disposé à acheter un instrument (*bid*) et le prix auquel il est disposé à le vendre (*ask*). Le *spread* intègre les coûts que supporte le *market maker* (traitement des ordres, détention d'un portefeuille, risque de sélection, etc.). Cet écart, qui est généralement faible, ne permet de générer des revenus substantiels que par l'importance des opérations effectuées par le *market maker* pour les instruments qu'il traite.

Le *market maker*, qui agit pour son propre compte, conclut un véritable contrat de vente avec sa contrepartie qui achète ou vend le titre, et non pas un contrat de commission⁵⁷. Si le négociant développe en parallèle à son activité de *market maker* d'autres activités impliquant une relation avec des clients, l'activité pour compte propre (*nostro*) et celle pour le compte de clients, doivent être séparées⁵⁸.

La question de savoir si le négociant agit pour son propre compte ou pour le compte du client est déterminante dans la mesure où les règles de conduite prévues à l'article 11 LBVM (devoir d'information, de diligence et de loyauté) ne

⁵⁴ Décision de la CFB du 28 octobre 2004, in Bulletin de la CFB 47/2005, p. 171 s., résumé in Rapport de gestion de la CFB 2004, p. 87 s. BaK-HUBER/HSU, N 46 ss ad art. 2 let. d LBVM. Pierre BESSON, Abus de marché : point de la situation et perspectives, p. 106 ss (en partie critique sur les critères retenus par la CFB) ; WICKI, Handel, p. 220. Dans certains cas, le négociant ne propose que des offres de vente, à l'instar du marché *Helvetica* (cf. infra N 95) ou du contrat de *market making* pour les produits COSI (cf. infra § V/F). Cf. aussi BaK-RAYROUX/DU PASQUIER, N 4 ad art. 9 LPCC.

⁵⁵ BaK-HUBER/HSU, N 49 ad art. 2 let. d LBVM et la littérature citée. Contra : BaK (1^{re} éd., 1999)-HERTIG/SCHUPPISSER, N 8 et 30 ad art. 2 let. d LBVM ; Patrick SCHLEIFFER, Kursstabilisierung – ausgewählte Aspekte, p. 128 s.

⁵⁶ BaK-HUBER/HSU, N 50 ad art. 2 let. d LBVM ; WICKI, Handel, p. 222.

⁵⁷ Décision de la CFB du 28 octobre 2004, in Bulletin de la CFB 47/2005, p. 171 s., résumé in Rapport de gestion de la CFB 2004, p. 87 s. Cf. ég. Art. 12 des Règles de conduite ASB. BaK-BAHAR/STUPP, N 74 s. ad art. 11 ; BESSON, p. 106 ss.

⁵⁸ BaK-BAHAR/STUPP, N 13 ad art. 11 LBVM.

valent pour le négociant qu'en relation avec ses clients. En effet, ce n'est que si le négociant supporte le risque de son activité que l'on peut considérer qu'il exerce une activité pour compte propre et, partant, qu'il n'est pas soumis auxdites règles de conduite (notamment l'interdiction des cours coupés, c'est-à-dire le fait de décompter au client un autre cours que celui effectivement obtenu).

Ainsi, s'il exerce une activité de *market making* pour le compte d'un émetteur, par exemple dans le cadre d'un contrat de liquidité portant sur les titres émis par une société cotée, le négociant doit alors, à notre avis, être considéré comme un négociant pour le compte de client au sens de l'article 3 alinéa 5 OBVM, et non comme un *market maker* au sens de l'article 3 alinéa 4 OBVM⁵⁹.

A noter enfin que le fait pour un *market maker* de proposer au public des cours d'achat et de vente ne permet pas nécessairement de conclure à l'existence d'une bourse (article 2 lettre b LBVM) car la bourse vise l'échange d'offres entre négociants. Cette condition n'est pas réalisée lorsqu'un *market maker* isolé propose à ses clients la possibilité d'accepter directement ses offres d'achat et de vente⁶⁰.

C. *Market making*, stabilisation et soutien du cours

1. Définitions

Les notions de *market making*, de stabilisation de cours (*Kurspflege*) et de soutien de cours (*Kursstützung*) ne se recoupent pas entièrement même si la terminologie utilisée en pratique ne distingue pas toujours rigoureusement ces trois opérations.

Le *market making* (la tenue de marché ou l'animation de marché) est le fait d'offrir des prix à l'achat et à la vente pour un instrument financier. Cette activité permet de pallier la difficulté, pour un acheteur ou un vendeur d'un instrument financier donné peu liquide, de trouver une contrepartie disposée à le vendre, respectivement à l'acheter⁶¹.

En effet, s'il existe une activité d'animation de marché pour un produit donné, l'investisseur trouvera plus facilement une contrepartie disposée à le vendre, respectivement à l'acheter. C'est en ce sens que l'on parle de « faire le marché » ou

d'« animer le marché ». L'activité de *market making* augmente la liquidité du marché et contribue ainsi à son efficience.

Ce qui est déterminant du point de vue de la liquidité, ce n'est pas seulement qu'il existe un *market making* mais de savoir si celui-ci est discrétionnaire ou s'il est soumis à des exigences en termes de disponibilité pendant tout ou partie des heures de bourse, de volume d'offres d'achat et de vente minimum et de différence maximale de cours entre l'offre et la demande (*bid-ask spread*). Ces trois facteurs (disponibilité, volume et *spread*) sont déterminants pour juger de la qualité du *market making* et, partant, de la liquidité d'un titre⁶².

Un autre facteur déterminant est la transparence pour l'investisseur de l'existence même d'un *market making* et des conditions auxquelles il est soumis⁶³.

Enfin, on ne peut nier que les forces du marché exercent une certaine pression sur les conditions du *market making*, soit qu'il existe plusieurs *market makers* mis en concurrence pour le même produit, soit parce que les émetteurs de produits financiers, notamment de certains produits structurés, voire les bourses elles-mêmes, sont en situation de concurrence, imposant ainsi un *market making* de plus grande qualité⁶⁴.

Souvent assimilées au *market making*, les opérations de **stabilisation de cours** ont un but quelque peu différent en ce qu'elles visent à absorber temporairement des variations de cours par l'achat, respectivement la vente d'un instrument financier. Par ce type d'opérations, un émetteur, ou le négociant qu'il charge de cette tâche, vise à atténuer des variations de cours ponctuelles qui ne sont justifiées ni par la situation propre à l'émetteur ni par l'évolution boursière en général, mais qui résultent du simple hasard d'un excès d'ordres d'achat, respectivement de vente. Cette pratique n'est en soi pas condamnable même si la distinction avec la manipulation de cours peut poser quelques difficultés d'un point de vue dogmatique⁶⁵.

Par opération de **soutien de cours**, on entend l'achat d'instruments financiers par son émetteur, ou le négociant qu'il a chargé de cette tâche, en vue d'éviter ou de limiter une baisse de cours, et ce en dépit des tendances du marché. Les opérations de soutien de cours impliquent généralement une intervention de longue durée et donc des moyens financiers importants, ce qui peut s'avérer en soi problématique⁶⁶.

⁵⁹ SCHLEIFFER, p. 117 s.

⁶⁰ BaK-DAENIKER/WALLER, N 24 ad art. 2 let. a-c LBVM. En revanche, la notion de bourse inclut aussi bien le modèle de marché régi par les ordres que celui régi par les cours (sur ces questions, cf. *supra* § II/B); cf. BaK-DAENIKER/WALLER, N 21 ad art. 2 let. a-c LBVM.

⁶¹ Le *market making* ressemble à certains égards à l'arbitrage et les deux activités ne s'excluent pas nécessairement. Toutefois, l'arbitrage est une opération financière cherchant à tirer profit d'une différence de prix injustifiée entre deux actifs en vendant l'un pour acheter l'autre, soit parce que le cours d'un actif est temporairement différent sur deux marchés, soit qu'un actif substituable à un autre présente des différences injustifiées de cours alors que le *market maker* vend et achète des actifs contre des espèces.

⁶² Cf. *infra* § V/E.

⁶³ Cf. déjà le Rapport de gestion de la CFB 1990, p. 180. Cf. également *infra* § V/E.

⁶⁴ Cf. *infra* § V/E et F.

⁶⁵ BÖCKLI, § 4 N 382; BOEMLE, p. 704; NOBEL, § 10 N 280; SCHLEIFFER, p. 102 ss; WICKI, Market Making, p. 7 ss.

⁶⁶ BÖCKLI, § 4 N 383 s.; BOEMLE, p. 705; WICKI, Market Making, p. 11. Sur ces notions, cf. aussi GRONER, p. 282 ss (critique); WICKI, Handel, p. 219 ss. Il apparaît ainsi que la chute de plus de 30% du titre *Valiant* au mois d'octobre 2010 reposerait, en tout cas en partie, sur une analyse selon laquelle la banque *Valiant* ne serait plus en

Dans les deux derniers cas, ce n'est pas la question de la liquidité qui est au premier plan mais la question de la formation du prix.

2. Admissibilité du point de vue des règles de conduite sur le marché

D'un point de vue des marchés des capitaux, et tout particulièrement de l'interdiction des manipulations du marché (opérations fictives ou réelles mais à caractère manipulateur), ces activités n'ont guère suscité de discussions en doctrine, dans la mesure où l'on considère qu'il s'agit d'opérations nécessaires, ou du moins admissibles d'un point de vue boursier et qu'il n'y a pas d'enrichissement illégitime (critère qui ne vaut toutefois que dans un contexte pénal)⁶⁷. En bref, elles ne peuvent que bénéficier à l'investisseur en augmentant la liquidité et/ou le cours.

En dehors des cas pathologiques réprimés aux articles 161 et suivant CP, les négociants sont essentiellement soumis aux prescriptions de la Circulaire FINMA 2008/38 et la FAQ y relative ainsi que, cas échéant, aux directives et à la surveillance de la bourse auprès de laquelle les valeurs sont négociées (article 6 LBVM)⁶⁸.

Certains auteurs ont rappelé les difficultés de délimitation qui peuvent exister entre opérations de stabilisation ou de soutien de cours et manipulations du marché, sans proposer cependant de véritables critères de distinction⁶⁹.

Dans le premier projet de circulaire de la CFB sur les abus de marché du 16 décembre 2003 (« Projet de circulaire 2003 »), largement rejeté par les milieux intéressés⁷⁰, la CFB avait tenté de définir les activités de *market making* et de stabilisation de cours admissibles.

Ainsi, les opérations de *market making* étaient jugées admissibles, pourvu qu'elles soient effectuées dans ce but uniquement et ne conduisent pas à des distorsions de marché. Par ailleurs, les *market makers* devaient veiller à ce que le *spread* ne dépasse pas certaines valeurs maximales⁷¹.

mesure de continuer à honorer ses programmes de rachat d'actions suite au renforcement des prescriptions sur les fonds propres imposées par la FINMA ; cf. *infra* n. 90.

⁶⁷ Dans ce sens, cf. Message du Conseil fédéral concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 février 1993. Cf. aussi BaK-TRIPPEL/URBACH, N 25 *ad* art. 161^{bis} CP ; NOBEL, § 15 N 41 ; APPENZELLER, p. 176 s. ; WICKI, *Market Making*, p. 27 s. On notera que le Projet de révision de la LBVM supprime l'exigence que l'enrichissement soit illégitime (art. 40a P LBVM), notion qui est censée, en droit positif, exclure les opérations légales de soutien de cours ; cf. Rapport explicatif AP LBVM, p. 15 et 40. Cf. également art. 33^f al. 2 let. a P LBVM.

⁶⁸ BaK-WATTER/KÄGI, N 24 *ss ad* art. 6 LBVM ; SCHLEIFFER, p. 118 *ss*. Cf. *supra* § III/A.1.

⁶⁹ Cf. p. ex. BaK-TRIPPEL/URBACH, N 25 *ad* art. 161^{bis} CP ; BÖCKLI, § 4 N 383 *ss* ; GRONER, p. 282.

⁷⁰ Andreas BOHRER/Thomas BISCHOF, *Marktverhaltensregeln im Effektenhandel*, p. 80.

⁷¹ Projet de circulaire 2003, cm 39 s.

Quant aux opérations de stabilisation de cours, elles n'étaient admissibles que si (i) elles avaient pour but unique ou prépondérant de minimiser temporairement les variations de cours, (ii) elles s'effectuaient pendant une période limitée préalablement définie, et (iii) elles étaient déclarées à la bourse ou rendues publiques⁷². Ces critères n'ont été que partiellement repris dans la Circulaire FINMA 2008/38.

Les critères élaborés par la CFB dans son premier projet reflétaient la tendance internationale, notamment communautaire, et continuent à notre avis par conséquent d'être pertinents dans l'analyse des pratiques de marché admissibles⁷³.

La Circulaire FINMA 2008/38, quant à elle, se contente (i) d'admettre le *market making* de manière générale⁷⁴ et (ii) d'indiquer que les opérations de stabilisation de cours sont admissibles pourvu qu'elles soient d'une durée convenue à l'avance (avec possibilité d'extension) et soient déclarées aux bourses en application des règles de ces dernières, une publication n'étant pas obligatoire⁷⁵. Ni la notion de *market making*, ni celle de stabilisation de cours ne sont définies.

In fine, le critère déterminant semble être celui de savoir si l'opération présente une justification économique et correspond à un mécanisme véritable d'offre et de demande⁷⁶.

Dans son Message, le Conseil fédéral indique qu'il faut considérer comme comportements admissibles sous l'angle du bon fonctionnement du marché, les opérations visant à stabiliser le prix ou à soutenir le cours (défini comme un lissage passager des déviations de prix) pendant une durée convenue et extensible, les mesures de stabilisation des prix à la suite d'un placement public de valeurs mobilières pendant une période déterminée, les opérations à des fins de tenue de marché et le rachat de valeurs mobilières propres dans le cadre d'un programme de rachat⁷⁷. Il reviendrait au Conseil fédéral d'édicter les prescriptions y relatives (article 33^f alinéa 2 P LBVM)⁷⁸.

Les opérations de soutien de cours posent une problématique différente en ce qu'elles impliquent une intervention de longue durée et donc des moyens financiers importants. Elles n'ont pas pour but d'intervenir à contre-tendance, à l'achat

⁷² Projet de circulaire 2003, cm 37 *ss* et 85 *ss*.

⁷³ Dans le contexte de transactions de blocs de titres cotés en bourse, cf. Frank GERHARD, *Le block trade comme moyen de placement de titres de participation cotés en bourse*, p. 269.

⁷⁴ Circulaire FINMA 2008/38, cm 32.

⁷⁵ Circulaire FINMA 2008/38, cm 30. Cf. aussi BOHRER/BISCHOF, p. 84 qui ajoutent à ces éléments un critère de volume et d'influence sur les cours qui ne vaut à notre avis que dans un contexte de soutien de cours.

⁷⁶ Circulaire FINMA 2008/38 N 22 s. Cf. aussi Rolf H. WEBER/Aline DARBELLAY, *Combating Market Abuse : The New Swiss Circular on Market Behavior Regulatory Challenges for Fair Financial Markets*, p. 306.

⁷⁷ Message P LBVM, p. 6359. Cf. Circulaire 2008/38, cm 30 *ss*.

⁷⁸ Cf. *supra* § III/A.2.

et à la vente, mais uniquement à l'achat et relèvent principalement, en droit suisse, de la réglementation de la Commission des OPA relative aux programmes de rachat, dans la mesure où celle-ci s'applique⁷⁹.

Les opérations de *market making*, de stabilisation de cours et de soutien de cours poursuivent des buts différents et devraient, de notre point de vue, être identifiables pour le marché en tant que tel. Il ne saurait ainsi être question de poursuivre un programme de soutien de cours sous couvert d'une opération de stabilisation de cours⁸⁰.

IV. Les contrats de liquidité

On peut distinguer les contrats de liquidité selon différents critères :

- les parties au contrat ;
- la source du contrat, c'est-à-dire la question de savoir si les parties sont libres de stipuler dans les limites de l'ordre juridique⁸¹ ou si elles doivent se conformer à des exigences réglementaires ou boursières plus spécifiques⁸² ;
- la question de savoir si le négociant intervient pour son propre compte (*market maker*) ou pour le compte du client (négociant pour le compte de clients) ;
- le but poursuivi par les parties (améliorer la liquidité, stabiliser le cours, etc.) ;
- le type de valeurs faisant l'objet du contrat (actions, ETF, etc.).

Les contrats de liquidité présentent quelques points communs cependant.

Généralement, le contrat de liquidité contiendra l'engagement du négociant d'offrir des prix à l'achat et/ou à la vente pour une valeur donnée et précisera les modalités de son intervention. Le négociant s'engagera en général à maintenir un certain niveau de volume d'offres d'achat et de vente, un écart maximum (ou raisonnable !) entre l'offre et l'achat et une disponibilité pendant tout ou partie des heures de bourse.

S'agissant d'un contrat de liquidité ayant trait à des actions, l'émetteur mettra un montant et/ou les actions dont il s'agit à la disposition du négociant afin que celui-ci puisse remplir la mission qui lui a été confiée. Pour d'autres types de valeurs, par exemple s'agissant d'ETF, l'émetteur accordera au négociant des conditions préférentielles.

⁷⁹ Cf. *supra* § III/A.3.

⁸⁰ Dans ce sens, Commentaires de l'Association française des marchés financiers sur le contrat type de liquidité du 2 mai 2011 (« Commentaires AMAFI »), N 27, disponible sur www.amafi.fr/images/stories/11-23b.pdf.

⁸¹ Cf. *supra* § III/C.2.

⁸² Cf. *infra* § V.

Enfin, le contrat prévoira le mode de rémunération du négociant. En général, le négociant vit sur l'écart entre l'offre et la demande (*bid-ask spread*) mais il peut aussi être rémunéré par l'émetteur s'agissant en particulier de contrats de liquidité portant sur des actions⁸³.

S'agissant des parties au contrat, il existe deux possibilités.

- Soit l'émetteur (ou éventuellement ses actionnaires) conclut avec un négociant un contrat de liquidité (*market making agreement*). Il peut le faire de son propre chef parce qu'il a un intérêt propre à améliorer la liquidité des valeurs qu'il émet, notamment dans la perspective d'une levée de fonds subséquente⁸⁴ ou pour des raisons commerciales. Il peut aussi le faire parce qu'il y est contraint ou invité par la bourse ou l'autorité de surveillance.
- Soit la bourse elle-même peut passer un contrat avec le négociant en relation avec une ou plusieurs valeurs (*market maker agreement*)⁸⁵. Ce contrat précise ou remplace d'éventuelles directives que la bourse édicte ou aurait pu édicter en relation avec les activités de *market making*. La bourse a en effet également un intérêt propre à entretenir un marché le plus liquide possible afin d'attirer les émetteurs. C'est aussi un service qu'elle rend aux émetteurs. La bourse peut octroyer aux *market makers* qu'elle admet de meilleures conditions qu'aux autres participants⁸⁶.

Selon les circonstances, le même négociant pourra avoir conclu un *market making agreement* avec l'émetteur et un *market maker agreement* avec la bourse⁸⁷.

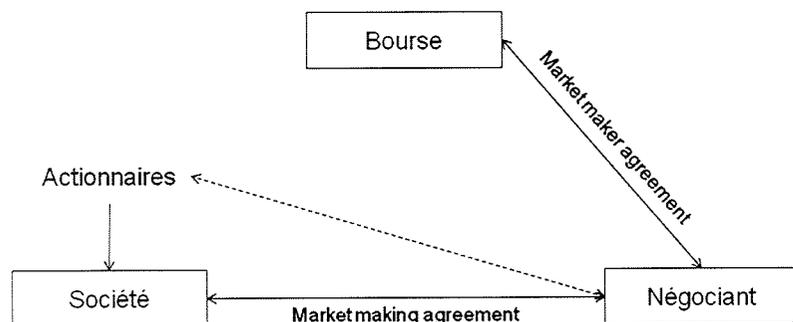
⁸³ Cf. *infra* § V/A.1.

⁸⁴ Sachant que la liquidité d'une valeur conditionne l'intérêt des investisseurs et que plus la liquidité d'une valeur est basse plus la décote par rapport à sa valeur économique intrinsèque augmente, un émetteur aura tout intérêt à mettre en place des outils qui assurent la liquidité des valeurs émises.

⁸⁵ Cf. p. ex. art. 5 Règlement relatif au négoce. Sur la nature de ces contrats, cf. BaK-DAENIKER/WALLER, N 8 ss *ad* art. 4 LBVM.

⁸⁶ Art. 5 al. 3 Règlement relatif au négoce.

⁸⁷ Cf. *infra* § V/E.



Dans deux cas cependant, il n'y a pas de contrat de liquidité :

- d'une part, un *market maker*, agissant selon la définition légale pour son propre compte, peut décider de déployer une activité de *market making* de son propre chef. Ce n'est toutefois guère le cas dans la tradition de la bourse suisse ;
- d'autre part, un émetteur, surtout s'il est lui-même négociant⁸⁸, peut effectuer lui-même le *market making* de ses propres titres.

V. L'intérêt pratique

Il s'agit ici de faire un tour d'horizon non exhaustif des principaux instruments financiers pour lesquels les contrats de liquidité jouent un rôle.

A. Petites et moyennes capitalisations

1. En général

La liquidité des titres émis par les petites et moyennes entreprises est généralement faible (lorsque les titres sont cotés à la bourse) ou inexistant (si les titres ne sont pas cotés).

Bien que la *SIX Swiss Exchange* n'organise aucun *market making* pour ce type de titres⁸⁹, chaque émetteur (s'il est lui-même négociant) peut s'en charger ou charger un négociant de le faire.

Il n'existe que très peu de données disponibles sur cette activité caractérisée par son opacité. On apprend ainsi au gré de la lecture d'un rapport de gestion ou

d'un article de journal que les titres de telle société font l'objet d'un *market making*⁹⁰. La distinction avec l'activité de stabilisation de cours ou de soutien de cours peut s'avérer ténue dans ces circonstances.

Dans ce cas de figure, le négociant agira pour le compte de l'émetteur et sera rétribué pour son activité, par exemple selon une clef de répartition des bénéfices résultant de l'activité de *market making*. Il ne s'agira alors pas d'un *market maker* mais d'un négociant pour le compte de clients⁹¹.

Par ailleurs, il existe un négoce hors bourse⁹² (OTC) des actions des sociétés qui ne sont cotées ni à la *SIX Swiss Exchange*, ni à la *BX Berne eXchange*⁹³. Ce négoce peut prendre la forme d'une plateforme de négoce électronique, à l'exemple de l'OTC-X de la *Banque cantonale bernoise*. Dans l'OTC-X, le *market making* est organisé soit par les émetteurs eux-mêmes, soit par la *Banque cantonale bernoise*, soit par un tiers⁹⁴.

Le négoce peut également prendre la forme d'un marché organisé tenu par un négociant, à l'exemple du marché *Helvetica*⁹⁵.

De manière intéressante, le *SWX New Market*, éphémère segment de la bourse suisse tourné vers les jeunes entreprises et les sociétés de capital-risque⁹⁶, prévoyait pour pallier le manque de liquidité des titres cotés que l'émetteur devait fournir, pendant les deux premières années de cotation, une déclaration d'un

⁹⁰ Cf. p. ex. p. 9 du rapport de gestion 2009 de la *Compagnie Financière Tradition SA*. Cf. également Yves HULMANN, *Valiant* a enrayé sa chute mais des zones d'ombre subsistent, in *Le Temps* du 20 octobre 2010. Il semblerait que 74% du volume négocié des actions émises par *Valiant* ait été traité par l'intermédiaire de *Valiant*, ce qui se situe apparemment dans la moyenne des banques régionales, celles-ci effectuant régulièrement le *market making* de leur propre titre. Le négoce des actions de *Valiant* fait, à la demande de la société, l'objet d'un examen par la FINMA dont le rapport n'est toujours pas disponible ; cf. Claude CHATELAIN, KPT und Valiant warten auf die FINMA, in *Berner Zeitung* du 22 juin 2011. Cf. également WICKI, *Market Making*, p. 1.

⁹¹ Cf. *supra* § III/B.

⁹² C'est-à-dire un négoce qui n'est pas organisé tant d'un point de vue temporel que spatial.

⁹³ Techniquement, la *BX Berne eXchange* n'est pas une bourse au sens strict mais une organisation analogue à une bourse au sens de l'art. 3 al. 4 OBVM ; cf. BaK-DAENIKER/WALLER, N 23 ad art. 3 LBVM.

⁹⁴ Cf. le FAQ de l'OTC-X disponible sur www.otc-x.ch/emittenten/faq. Il semblerait que le négociant qui assure le *market making* puisse agir soit pour son compte, soit pour le compte de l'émetteur ; cf. le Lexikon de l'OTC-X disponible sur www.otcx.ch/plattform/lexikon.

⁹⁵ Le marché *Helvetica* est tenu par la société *Bondpartners SA* qui agit pour son propre compte en publiant les offres d'achat et, si elle dispose des titres, de vente ; elle ne traite qu'avec des banques ou des négociants mais pas avec les investisseurs finaux. Elle ne touche pas de commission et se rémunère uniquement sur le *spread*.

⁹⁶ Créé en 1999, le segment régulateur *SWX New Market* a été définitivement fermé en 2004. La dernière IPO a eu lieu en 2000.

⁸⁸ Cf. *infra* n. 90.

⁸⁹ Art. 6 de l'Annexe B de la Directive 3 : Négocier.

négociant qui devait assurer les tâches de *market making*, pendant 80% des horaires de négoce, garantissant un *spread* correspondant au maximum à 3% de la moyenne entre le cours demandé et le cours offert⁹⁷.

2. Pratique française

Il peut être intéressant de s'arrêter quelques instants sur la pratique française, l'Association française des marchés financiers (« AMAFI ») ayant en quelque sorte codifié dans une large mesure les contrats de liquidité comme pratique de marché admise⁹⁸, pratique qui a été entérinée par l'Autorité des marchés financiers (« AMF »)⁹⁹.

Pour être admise, la pratique des contrats de liquidité doit reposer sur un certain nombre de principes, en particulier¹⁰⁰ :

- Spécialisation

Le contrat de liquidité doit avoir pour seuls objets de favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des titres d'une société émettrice ainsi que d'éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché.

- Indépendance

L'animateur (c'est-à-dire un prestataire de services d'investissement au sens de l'article L.531-1 du Code monétaire et financier français) est seul juge de l'opportunité des interventions effectuées au regard tant de l'objet du contrat de liquidité que du souci d'assurer sa continuité. La société émettrice ne doit donner aucune instruction à l'animateur en vue d'orienter ses interventions.

Les modalités de rémunération de l'animateur ne doivent pas porter atteinte au principe d'indépendance de l'animateur ni l'inciter à engendrer par ses interventions des cours ou des volumes artificiels dans le marché.

- Continuité

Le contrat de liquidité doit être mis en œuvre dans le souci d'assurer la continuité des interventions¹⁰¹. L'animateur peut décider de ne pas intervenir lorsque cela lui semble de nature à compromettre cet objectif.

⁹⁷ Cf. Rapport de gestion de la CFB 2001, p. 222. ZOBL/KRAMER, N 60, 764 et 1100.

⁹⁸ Charte de déontologie AMAFI concernant les contrats de liquidité du 8 mars 2011 (« Charte de déontologie ») disponible sur www.amf-france.org/documents/general/9908_1.pdf, Contrat-type AMAFI de liquidité du 2 mai 2011 disponible sur www.amafi.fr/index.php?option=com_content&task=view&id=2474&Itemid=126 et Commentaires AMAFI.

⁹⁹ Décision de l'AMF du 21 mars 2011 disponible sur www.amffrance.org/documents/general/9908_1.pdf.

¹⁰⁰ Cette pratique s'inscrit dans le cadre général de la lutte contre les abus de marché en permettant de bénéficier de conditions dérogatoires y compris en relation avec la réglementation relative au rachat d'actions propres ; cf. Commentaires AMAFI, N 21.

¹⁰¹ En droit suisse, cf. WICKI, Market Making, p. 62 s. et 119.

- Identification

Les opérations réalisées au titre du contrat de liquidité sont comptabilisées sur un compte uniquement dédié à ces opérations (compte de liquidité).

- Proportionnalité

Les moyens détenus sur le compte de liquidité doivent être proportionnés aux objectifs assignés au contrat de liquidité. En aucun cas, le compte de liquidité ne peut être utilisé à des fins de stockage de titres.

Le compte de liquidité ne peut pas présenter un solde débiteur sur sa partie espèces comme sur sa partie titres.

- Absence d'échange d'information

La société émettrice doit s'abstenir de transmettre à l'animateur toute information à caractère privilégié portant sur sa situation ou ses perspectives.

- Information du marché

Toute société émettrice qui conclut un contrat de liquidité doit informer le marché par voie de communiqué, notamment sur l'identité de l'animateur, les titres concernés, les marchés sur lesquels l'animation sera opérée ainsi que les moyens affectés au contrat de liquidité, et diffuser semestriellement et à la fin du contrat, un bilan de la mise en œuvre du contrat.

- Communication à l'AMF

Tout contrat de liquidité qui souhaite se prévaloir de la Charte de déontologie doit être déclaré à l'AMF en précisant l'identité de l'animateur chargé de sa mise en œuvre et celle de la société émettrice concernée.

B. Procédure de prise ferme

Dans le contexte de l'émission d'actions par une société (*primary offering*) ou de la vente d'un bloc d'actions par un actionnaire (*secondary offering*), il est courant qu'un négociant souscrive les actions et se charge de les placer dans le marché pour le compte de la société ou de l'actionnaire¹⁰².

L'obligation de prise ferme est souvent doublée d'une obligation pour le négociant d'assurer pendant une certaine durée le *market making* afin de garantir la liquidité des titres sur le marché secondaire¹⁰³.

¹⁰² Sur les différentes modalités de la prise ferme, notamment la procédure de *bookbuilding*, cf. p. ex. Andreas BOHRER, *Aktienzuteilungen beim Börsengang*, p. 651 ss ; Daniel DAENIKER, *Zuteilungsgrundsätze bei Aktienplatzierungen*, p. 341 ss ; GERHARD, p. 256 ss ; ZOBL/KRAMER, N 1088 ss. Cf. aussi BÖCKLI, § 2 N 29 ss ; Cf. aussi ch. 10.1 des Directives d'attributions concernant le marché des émissions de l'Association suisse des banquiers du 29 mars 2004.

¹⁰³ ZOBL/KRAMER, N 1100.

Afin de limiter les pressions sur les prix qui peuvent résulter de la mise sur le marché de gros volumes de titres, les parties peuvent également convenir de mesures de stabilisation de cours¹⁰⁴, celles-ci ne devant toutefois pas constituer une manipulation de cours conformément au cm 31 de la Circulaire FINMA 2008/38 et de la FAQ y relative (lettre D.).

C. *Sponsored segment*

En 2005, la *SIX Swiss Exchange* a introduit un nouveau segment dédié aux émetteurs de titres faisant l'objet d'une cotation primaire auprès d'une bourse étrangère. Ce segment permet aux négociants de faire admettre au négoce les titres de ces émetteurs sans devoir les soumettre préalablement à une (nouvelle) procédure de cotation ; partant, les titres ne font pas techniquement l'objet d'une cotation à la *SIX Swiss Exchange*¹⁰⁵.

Pour garantir la liquidité de ce marché, le négociant doit s'engager à assurer le *market making* des titres admis, pendant 90% des heures de négoce, en garantissant un *spread* maximum de 3% et un volume minimum de CHF 50'000.¹⁰⁶ Le *market maker* bénéficie de tarifs de négoce préférentiels¹⁰⁷.

A notre connaissance, le *market maker* agit pour compte propre.

D. *Placements collectifs immobiliers ouverts*

Le droit au rachat des placements collectifs immobiliers ouverts (en bref : fonds immobiliers) est soumis à un préavis de 12 mois pour la fin d'une année civile (article 66 alinéa 2 de la Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux ; « LPCC »).

Pour compenser le manque de liquidité des parts de fonds immobiliers, la LPCC prévoit que la direction et la SICAV doivent assurer, par l'intermédiaire d'une banque ou d'un négociant, le négoce régulier en bourse ou hors bourse des parts (article 67 LPCC)¹⁰⁸.

En pratique, les fonds immobiliers sont cotés en bourse. Ils doivent alors répondre aux exigences de capitalisation (CHF 100 millions) et de diffusion minimums (*free float* de 25%) fixés par la *SIX Swiss Exchange* ou assurer un *market making* des parts¹⁰⁹ qui n'est soumis à aucune condition¹¹⁰.

¹⁰⁴ GERHARD, p. 268 s ; ZOBL/KRAMER, N 1101.

¹⁰⁵ Art. 1 al. 2 du Règlement concernant l'admission au négoce des droits de participation sur le *SIX Swiss Exchange-Sponsored Segment* du 21 avril 2010. Cf. aussi Rapport de gestion de la CFB 2005, p. 83 s.

¹⁰⁶ Art. 6 de l'Annexe E de la Directive 3. BaK-HUBER/HSU, N 50 ad art. 2 let. d LBVM.

¹⁰⁷ Cf. Directive 7 : Taxes et frais de la *SIX Swiss Exchange* du 15 septembre 2011.

¹⁰⁸ BaK-IFFLAND/REHM, N 1 ad art. 67 LPCC.

¹⁰⁹ Art. 108 Règlement de cotation.

Si les fonds immobiliers ne sont pas cotés, ce qui n'est pratiquement jamais le cas en pratique¹¹¹, il est généralement considéré que le négoce hors bourse, pour être régulier au sens de l'article 67 LPCC, doit faire l'objet d'un *market making*¹¹². La direction ou la SICAV doivent conclure un contrat de liquidité avec un négociant (qui peut être la banque dépositaire) qui permet à ce dernier de disposer en tout temps des titres et espèces nécessaires pour répondre aux offres d'achat et de vente.

De manière intéressante, dans la mesure où la direction et la SICAV ont l'interdiction d'influencer le cours de parts de quelque façon que ce soit afin d'éviter les conflits d'intérêts et les risques de délits d'initiés¹¹³, elles ne peuvent pas intervenir sur le marché afin de réduire l'agio ou le désagio qui s'établit par définition entre les parts négociées sur le marché secondaire et la valeur nette d'inventaire, même si la publication mensuelle de la valeur nette d'inventaire (article 83 alinéa 4 LPCC ; article 79 alinéa 3 lettre a de l'Ordonnance de la FINMA sur les placements collectifs de capitaux) est de nature à éviter des écarts trop importants¹¹⁴.

Cette interdiction, qui va plus loin que ce qu'admet la réglementation pour les sociétés cotées¹¹⁵, est critiquée en doctrine, ce d'autant plus que la valeur intrinsèque des fonds immobiliers fait l'objet d'évaluations régulières, comme on vient de le voir, et qu'elle est moins soumise à des facteurs d'appréciation que lorsqu'il s'agit d'évaluer une activité commerciale ou industrielle conduite par une société cotée¹¹⁶.

Il serait dès lors souhaitable d'aller un pas plus loin et d'exiger la tenue d'un *market making* actif, que le fonds soit coté ou non, à l'instar de ce qui est exigé pour les ETF. Le *market maker* devrait notamment s'engager à ce que la marge de fluctuation entre la valeur d'inventaire et le cours de bourse ne dépasse pas une certaine limite¹¹⁷.

¹¹⁰ Art. 6 de l'Annexe F de la Directive 3.

¹¹¹ A notre connaissance, le fonds *Credit Suisse 1a Immo PK*, réservé aux institutions de prévoyance professionnelle, aux caisses d'assurances sociales et aux caisses de compensations, est l'un des rares exemples de fonds immobilier non coté. Le contrat de ce fonds ne contient aucun détail sur la manière dont le négoce hors bourse est assuré.

¹¹² Message LPCC. Jean-Yves REBORD, La réglementation des placements collectifs immobiliers, p. 491 ss. BaK-IFFLAND/REHM, N 10 ss ad art. 67 LPCC, ces derniers auteurs sont toutefois d'avis que la simple réunion des offres et des demandes, sans activité de *market making*, suffirait.

¹¹³ Message LPCC, p. 6056. REBORD, p. 492.

¹¹⁴ REBORD, p. 465. Sur la pratique de la CFB dans le contexte de l'art. 119 al. 1 let. b LPCC, cf. BaK-COMTESSE/FISCHER/STUPP, N 54 ad art. 119 LPCC.

¹¹⁵ Cf. *supra* § III/C.2.

¹¹⁶ REBORD, p. 492 s. En droit communautaire, cf. art. 14 al. 5 let. b de la Directive 85/611 du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

¹¹⁷ Cf. *infra* § V/E. REBORD, p. 494 s. ; WICKI, Handel, p. 127.

E. ETF/ETSF

Les *Exchange Traded Funds* (ETF) sont des placements collectifs cotés en bourse dont l'objectif consiste généralement à répliquer un indice (gestion passive)¹¹⁸.

Introduits en Suisse pour la première fois en 2000, les ETF se caractérisent par le fait que l'émission ou le rachat de parts sont soumis à différentes restrictions et ne sont possibles soit pour des quantités minimales importantes, soit contre paiement de commissions élevées¹¹⁹. Ceci pour des raisons pratiques tenant à la réplification des sous-jacents.

Au vu de ces barrières, les petits investisseurs ne peuvent acheter ou vendre leurs parts qu'auprès de la bourse, raison pour laquelle la CFB a exigé dès les premiers ETF qu'un *market maker* soit désigné avec obligation d'offrir, pendant les heures de négoce, un volume minimum d'offres d'achat et de vente présentant un *spread* maximum étroit, défini par rapport à la valeur nette d'inventaire du sous-jacent¹²⁰. Le petit investisseur est ainsi assuré que seule une différence minime existe entre la valeur nette d'inventaire de l'ETF et son cours boursier, lui garantissant une égalité de traitement avec les grands investisseurs. La surveillance du respect de ces conditions est du ressort de la *SIX Swiss Exchange*¹²¹.

Par ailleurs, l'émetteur de l'ETF doit également mandater une société chargée de veiller, par un mécanisme d'arbitrage, à ce que la différence entre la valeur nette d'inventaire recalculée en continu et le cours actuel en bourse n'excède pas une certaine marge de fluctuation. Cette société peut être identique au *market maker* désigné par la bourse¹²².

En réalité, il arrive souvent que non pas un *market maker* mais plusieurs *market makers* soient mis en concurrence, garantissant ainsi les meilleures conditions possibles aux investisseurs.

¹¹⁸ Les *Exchange Traded Structured Funds* (ETSF) reposent quant à eux soit sur un instrument de placement combiné à un dérivé, soit sur un panier diversifié de sous-jacents appartenant à diverses catégories de placements. Ils sont également soumis à la LPCC. Il n'existe que quatre ETSF cotés à la *SIX Swiss Exchange*, soumis également à des obligations de *market making* (cf. art. 6 de l'Annexe H de la Directive 3). Nous n'en traitons pas spécialement ici. Quant aux *Exchange Traded Products* (ETP), non soumis à la LPCC, ils font l'objet d'un *market making* conformément à l'art. 6 de l'Annexe P de la Directive 3.

¹¹⁹ WICKI, *Handel*, p. 212 ss.

¹²⁰ Ces obligations sont dorénavant définies à l'article 6 de l'Annexe G de la Directive 3 et dans le contrat que conclut la *SIX Swiss Exchange* avec le *market maker* désigné ; les modalités du *market making* dépendent du type de sous-jacent ; cf. WICKI, *Handel*, p. 222 ss.

¹²¹ Rapport de gestion de la CFB 2000, p. 207 s. WICKI, *Handel*, p. 160 ss, 205 ss et 227 ss.

¹²² Cf. Directive de la *Swiss Funds Association* pour l'évaluation de la fortune de placements collectifs de capitaux et pour le traitement d'erreurs d'évaluation pour les placements collectifs de capitaux ouverts du 20 juin 2008, cm 43. Cf. WICKI, *Handel*, p. 167 s. et 233 s.

Dans la même logique, la *SIX Swiss Exchange* publie, sous le label *Market Quality Metrics*, une série de mesures quantitatives relatives à la qualité de la liquidité et du *market making* pour chaque ETF (*spread* moyen, volume moyen, disponibilité, etc.)¹²³. On constate que les conditions en termes de *spread*, de volume et de disponibilité sont bien plus favorables à l'investisseur que les minimums réglementaires.

F. Produits dérivés et structurés

Les produits dérivés (options, *warrants*, contrats à terme, *contract for differences*, *swaps*, etc.) sont des instruments financiers que l'on peut classer selon différents facteurs selon qu'il s'agisse d'opérations à terme fixe ou conditionnelles, voire d'opérations complexes, ou en fonction du type de sous-jacent (actions, indices, devises, matières premières, etc.)¹²⁴.

Les produits structurés se définissent quant à eux par leur structure alliant généralement deux ou plusieurs sous-jacents dont au moins un produit dérivé¹²⁵.

Aussi bien les produits dérivés que les produits structurés peuvent être échangés de gré à gré ou faire l'objet d'un négoce en bourse¹²⁶.

Lorsqu'il existe – car il n'est pas obligatoire – le *market making* s'effectue généralement de manière discrétionnaire, c'est-à-dire sans obligation en termes de disponibilité, de volume ou de *spread*¹²⁷.

La bourse *Scoach Switzerland*, spécialisée dans la cotation de produits dérivés et structurés, soumet la cotation de certains produits (certificats sur investissements alternatifs, *actively managed certificates* et *floored floater*) à la signature d'un contrat de *market maker* soumis à des conditions en termes de disponibilité, volume et *spread*¹²⁸.

La raison pour laquelle ces produits font l'objet d'un *market making* tient au fait que la valeur nette d'inventaire du sous-jacent ne peut être établie qu'à intervalles espacés, ou ne peut l'être que difficilement parce que les actifs sous-jacents font

¹²³ Cf. l'onglet « Ecart » disponible pour chaque ETF sur www.six-swiss-exchange.com/funds/overview_fr.html. Cf. Mirjam EGGEN, *Strukturierte Produkte im schweizerischen Recht – Eine Untersuchung möglicher regulatorischer Ergänzungen*, p. 131 N 87.

¹²⁴ Silvio HUTTERLI, *Strukturierte Produkte*, N 13 ss. Cf. aussi art. 5 OBVM.

¹²⁵ HUTTERLI, N 26 ss. Cf. aussi art. 5 LPCC.

¹²⁶ En Suisse, on mentionnera la bourse *Eurex* dédiée au négoce des contrats à terme (qui sera vendue par la *SIX Swiss Exchange* le 1^{er} janvier 2012) et la bourse *Scoach Switzerland* dédiée au négoce des dérivés et des produits à terme.

¹²⁷ CONTRATTO, p. 87 ; EGGEN, p. 130 ss ; HUTTERLI, N 635 s. et 641.

¹²⁸ Art. 5 et 10.3 du Règlement relatif au négoce de *Scoach Switzerland* du 1^{er} octobre 2010 ; art. 6 de l'Annexe A de la Directive 3 : Négoce de *Scoach Switzerland* du 7 septembre 2010. EGGEN, p. 130 N 79 ; HUTTERLI, N 636.

l'objet d'une gestion discrétionnaire avec pour conséquence que les décisions de placement ne sont pas immédiatement disponibles pour l'investisseur.

S'agissant des certificats garantis par nantissement (COSI), la bourse *Scoach Switzerland* impose également la conclusion d'un contrat de *market maker* qui prévoit une obligation d'offrir des cours d'achat pour un volume minimum de CHF 50'000.- durant au moins 90% des heures de négoce.

A l'instar de ce que la *SIX Swiss Exchange* fait pour les ETF, la bourse *Scoach Switzerland* publie une série de mesures quantitatives relatives à la liquidité du produit et à la qualité du *market making* pour chaque produit (*spread* moyen, volume moyen, disponibilité, etc.)¹²⁹.

Même s'il n'existe pas ou peu de contraintes réglementaires ou contractuelles, la concurrence a ici aussi pour effet d'améliorer la qualité du *market making* et donc la liquidité du produit¹³⁰. Il n'existe cependant aucune garantie pour l'investisseur, ce que ne manquent généralement pas de signaler les *termsheets* des produits structurés¹³¹.

G. Emprunts internationaux

Le marché des emprunts de la *SIX Swiss Exchange* prévoit la mise en place d'un *market making* qui n'est soumis à aucune condition¹³².

D'après les informations fournies par la *SIX Swiss Exchange*, sept *market makers* fixent des cours d'offre et de demande fermes pour les plus de 4'700 emprunts cotés ou admis au négoce.

A noter que le négoce des emprunts internationaux (*Eurobonds*) suit le modèle de marché régi par les quotes.

¹²⁹ Cf. le tableau « plus d'informations sur le produit » disponible pour chaque produit sur www.scoach.ch.

¹³⁰ Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte, *Die Welt der strukturierten Produkte*, p. 28, 85 et 97 s.

¹³¹ Pour un exemple tiré d'un *termsheet* publié par un leader des produits structurés : « L'émetteur ou le lead manager prévoient de maintenir régulièrement des cours d'achat et de vente dans des conditions de marché normales. Toutefois, ni l'émetteur ni le lead manager ne sont tenus d'offrir des cours d'achat et de vente aux investisseurs pour des volumes déterminés d'ordres ou de titres. Il n'existe aucune garantie quant à une liquidité donnée ou un spread donné (i.e. l'écart entre les prix d'achat et de vente), de sorte que les investisseurs n'ont pas l'assurance de pouvoir acheter ou vendre les produits structurés à un moment donné ou à un cours donné. »

¹³² Cf. art. 6 des Annexes I à O de la Directive 3.

VI. Conclusion

Les contrats de liquidité s'insèrent dans des contextes relativement différents et poursuivent des buts qui ne sont pas toujours identiques, qu'il s'agisse de petites ou moyennes entreprises qui souhaitent animer la liquidité de leurs titres et qui chargent un négociant de le faire pour leur compte (*market making agreement*) ou de mesures de stabilisation de prix effectuées dans le cadre d'une émission d'actions. Dans ce contexte, le négociant agit pour le compte de son client.

Ce type de contrats de liquidité doit être distingué des *market maker agreements* qui sont conclus non pas avec l'émetteur mais avec la bourse auprès de laquelle les valeurs sont traitées. Ces contrats sont alors soumis aux conditions édictées par la bourse, et en outre, s'agissant d'ETF, par la FINMA. Le négociant agit là comme un *market maker*, pour son propre compte.

L'intervention du législateur suisse dans ces domaines est faible ou inexistante, et se limite à réprimer les cas pathologiques et, au fond, à admettre de manière très générale les pratiques de *market making* et de stabilisation de cours. Quant aux opérations de soutien de cours, elles sont encore aujourd'hui abordées sous l'angle restreint des offres publiques d'achat.

A tout le moins deux aspects essentiels devraient, de notre point de vue, faire l'objet d'une réflexion approfondie et, vraisemblablement, d'une réglementation plus précise afin d'assurer un bon fonctionnement du marché des capitaux.

- Il convient de fixer des critères objectifs permettant de distinguer entre des pratiques de marché admises au titre de *market making*, de stabilisation ou de soutien du cours, d'une part, et des pratiques de marché considérées comme abusives, d'autre part. En particulier, il conviendrait non seulement d'assurer la publicité des opérations jugées admissibles mais également de rendre les conditions de ces opérations beaucoup plus transparentes qu'aujourd'hui.
- Dans la mesure où la réglementation de la Commission des OPA relative aux programmes de rachat ne s'applique qu'aux programmes de rachat publics, toute une série d'activités conduites par des sociétés sur leurs propres titres sont laissées aujourd'hui dans le vide avec pour effet paradoxal que les programmes les moins transparents sont les moins réglementés. Cette lacune semble toutefois avoir été identifiée dans le cadre de la révision de la LBVM (article 33falinéa 2 lettre a P LBVM).

De manière générale, il sera intéressant de voir comment le Conseil fédéral réglera ces questions dans le cadre de l'élaboration des prescriptions relatives aux comportements licites de l'article 33fP LBVM.

Bibliographie sélective

Hansjürg APPENZELER, Neuerungen bei öffentlichen Aktienrückkäufen, in Kapitalmarkttransaktionen VI, Zurich 2011, p. 129-181 ; **Rashid BAHAR**, Scale and Scope of the Regulation of Share Buybacks, CapLaw 2010 ; **Pierre BESSON**, Abus de marché : point de la situation et perspectives, in JDBF 2007, Genève 2008, p. 79-127 ; **Peter BÖCKLI**, Schweizer Aktienrecht, 4^e éd., Zurich 2009 ; **Max BOEMLE et al.**, Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zurich 2002 ; **Andreas BOHRER/Thomas BISCHOF**, Marktverhaltensregeln im Effektenhandel, in ECS/ST 2009, p. 80-85 ; **Andreas BOHRER**, Aktienzuteilungen beim Börsengang, in ECS/ST 2004, p. 651-656 ; **Christian BOVET/Lucia GOMEZ RICHA**, FINMA, Extension du périmètre de la surveillance, transparence et autres développements récents de la réglementation et de la jurisprudence administrative, in JDBF 2008, Genève 2009, p. 215-222 ; **Pascal BOVEY/Patrick WASER**, Aus der Praxis der Übernahmekommission, in RSDA/SZW 2010, p. 239-257 ; **Christoph B. BÜHLER/Daniel HÄRING**, Die selbstgeschaffene Insiderinformation. Transaktionen aufgrund eigener Planung im Lichte des Insiderhandelsverbots, in GesKR 2009, p. 453-462 ; **Franca CONTRATTO**, Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht, Zurich 2006, p. 72-98 ; **Daniel DAENIKER**, Zuteilungsgrundsätze bei Aktienplatzierungen, in Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Zurich 2004, p. 341-357 ; **Mirjam EGGEN**, Strukturierte Produkte im schweizerischen Recht – Eine Untersuchung möglicher regulatorischer Ergänzungen, in RSDA/SZW 2011, p. 121-134 ; **Eugene F. FAMA**, Efficient Capital Markets : II, in The Journal of Finance, vol. 46 (1991), p. 383-417 ; **Eugene F. FAMA**, Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work, in The Journal of Finance, vol. 25 (1970), p. 1575-1617 ; **Frank GERHARD**, Le block trade comme moyen de placement de titres de participation cotés en bourse, in RSDA/SZW 2006, p. 256-271 ; **Ronald J. GILSON/Reinier H. KRAAKMAN**, The Mechanisms of Market Efficiency, in Virginia Law Review, vol. 70 (1984), p. 549-644 ; **Georg GOTSCHEV**, Koordiniertes Aktionärsverhalten im Börsenrecht, Zurich 2005 ; **Roger GRONER**, Aktienrückkäufe und Kursbeeinflussung, in RSDA/SZW 2002, p. 279-291 ; **Silvio HUTTERLI**, Strukturierte Produkte, Zurich 2008 ; **Albert S. KYLE**, Continuous Auctions and Insider Trading, in Econometrica, vol. 53 (1985), p. 1315-1335 ; **James H. LORIE/Peter DODD/Mary HAMILTON KIMPTON**, The Stock Market : Theories and Evidence, 2^e éd., Homewood 1985 ; **Ramon MABILLARD/Matthias AMMANN**, Kursrelevanz zwischen ökonomischer Beobachtung und rechtlicher Steuerung, in GesKR 2011, p. 155-172 ; **Caroline MÖHRLE**, Delisting : kapitalmarktrechtliche, gesellschaftsrechtliche und umstrukturierungsrechtliche Aspekte, Zurich 2006 ; **Peter NOBEL**, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 3^e éd, Berne 2010 ; **Angelo RANALDO**, Intraday Market Liquidity on the Swiss Stock Exchange, in Journal of Financial Markets and Portfolio Management, vol. 16 (2001), p. 309-327 ; **Jean-Yves REBORD**, La réglementation des placements

collectifs immobiliers, Genève 2009 ; **Stephen A. ROSS/Randolph W. WESTERFIELD/Jeffrey JAFFE**, Corporate finance, 9^e éd., New York 2010 ; **Andrei SHLEIFER**, Inefficient Markets : An Introduction to Behavioral Finance, Oxford 2000 ; **Patrick SCHLEIFFER**, Kursstabilisierung – ausgewählte Aspekte, in Kapitalmarkttransaktionen III, Zurich 2008, p. 99-151 ; **Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte**, Die Welt der strukturierten Produkte, Zurich 2010 ; **Rolf H. WEBER/Aline DARBELLAY**, Combating Market Abuse : The New Swiss Circular on Market Behavior Regulatory Challenges for Fair Financial Markets, in RSDA/SZW 2008, p. 299-312 ; **Jodok WICKI**, Market Making und Kurspflege kotierter Aktien durch Effekthändler, Zurich 2001 (cité : « WICKI, Market Making ») ; **Marc WICKI**, Der börsliche Handel mit Anlagefondsanteilen aus Sicht des Anlagefondsgesetzes, Zurich 2003 (cité : « WICKI, Handel ») ; **Dieter ZOBL/Stefan KRAMER**, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zurich 2004.

Matériel législatif

Message du Conseil fédéral relatif à la modification de la loi sur les bourses (délits boursiers et abus de marché) du 31 août 2011, in FF 2011 6329 (cité : « Message P LBVM ») ; **Rapport** explicatif relatif à la modification de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 15 janvier 2010 (disponible sur www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01634/index.html?lang=fr) (cité : « Rapport explicatif AP LBVM ») ; **Message** du Conseil fédéral concernant la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux du 23 septembre 2005, in FF 2005 5993 (cité : « Message LPCC ») ; **Message** du Conseil fédéral concernant une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 février 1993, in FF 1993 I 1269.