

B**ÜBERNAHMEKOMMISSION
COMMISSIONE DELLE OPA****COMMISSION DES OPA
SWISS TAKEOVER BOARD**Selnaustrasse 30
Postfach
CH - 8021 ZürichTel. 41 (0) 58 854 22 90
Fax 41 (0) 58 854 22 91
www.takeover.ch**RECOMMANDATION****du 7 juillet 2004**

Examen de l'obligation de la société Stef-TFE S.A., Paris (France), de présenter une offre pour tous les titres cotés de la société SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A., Satigny

A. SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A. (« SGF ») est une société anonyme dont le siège est à Satigny, dans le canton de Genève. Son capital-actions s'élève à 840'000 CHF et est entièrement libéré. Il est divisé en 2'100 actions de CHF 100 au porteur; 10'500 actions de CHF 20 au porteur, avec droit de vote privilégié; 1000 actions de CHF 100 nominatives et 16'000 actions de CHF 20 nominatives, avec droit de vote privilégié. SGF dispose en sus d'un capital-participation de CHF 700'000 divisé en 7'000 bons de participation de CHF 100 au porteur. Les actions de CHF 100 et de CHF 20 au porteur, ainsi que les bons de participation de CHF 100 au porteur sont cotés sur le marché principal de la SWX Swiss Exchange (« SWX »).

B. Stef-TFE S.A. (« Stef-TFE ») est une société anonyme dont le siège est à Paris (France). Son capital-actions s'élève à 13'259'712 Euros. Il est divisé en 3'314'928 actions, lesquelles sont cotées sur le second marché d'Euronext Paris.

C. Le 11 mai 2001 (voir publication FOOSC), les actionnaires suivants détenaient plus de 5% des droits de vote de la société : Stef-TFE (28.71%) et les Chemins de fer fédéraux suisses (« CFF »; 29.68%).

D. Le 6 février 2002, l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de SGF a introduit une clause d'opting out dans les statuts de la société. Cette clause a été acceptée à l'unanimité, soit par 19'354 voix. Cette clause est ainsi formulée à l'art. 12bis des statuts : « Conformément à l'art. 22 al. 3 LBVM la société supprime l'obligation de présenter une offre prévue à l'art. 32 LBVM, disposant en particulier ce qui suit : Quiconque, directement, indirectement ou de concert avec des tiers, acquiert des titres qui, ajoutés à ceux qu'il détient lui permettent de dépasser le seuil de 33 1/3 pour cent des droits de vote de la société visée, qu'il soit habilité à en faire usage ou non, doit présenter une offre portant sur tous les titres cotés de cette société ».

Il ressort du procès-verbal de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de SGF du 6 février 2002 que l'introduction d'une clause d'opting out était liée à un changement attendu dans la composition de l'actionnariat. En effet, selon le procès-verbal, les CFF désiraient vendre leur participation, constituée d'actions nominatives non cotées en bourse. Or, le conseil d'administration souhaitait que le capital de la société reste en mains d'actionnaires dont la stratégie à moyen et long terme intègre le développement harmonieux de SGF. La Stef-TFE était prête à augmenter sa participation mais ne souhaitait pas, à ce moment, dépasser le seuil des 33 1/3% des droits de vote. Un groupe d'administrateurs de SGF était en outre disposé à reprendre le solde des actions de SGF détenues par les CFF au moyen d'une entité juridique créée à cet effet (la raison sociale de cette société sera SOFIFROID S.A., Neuchâtel; « SOFIFROID »). Stef-TFE et SOFIFROID ont conditionné leur décision d'acquérir les actions de SGF détenues par les CFF à l'inscription dans les statuts d'une clause d'opting out telle que prévue par l'art. 22 al. 3 LBVM. Toujours selon le procès-verbal, ces deux actionnaires étaient conscients que la faible liquidité du titre jointe au désir légitime d'un actionnaire de trouver rapidement une contrepartie s'il veut céder ses titres risquait de conduire à terme à une situation de blocage, mais aucun d'eux ne souhaitait se trouver dans la situation de devoir présenter une offre portant sur tous les titres cotés de la société.

E. Le 11 avril 2002, Stef-TFE et SOFIFROID (« les actionnaires de référence ») ont acquis la participation des CFF dans SGF (voir lit. D.). Stef-TFE a porté son pourcentage de droits de vote au sein de SGF de 28.72% à 33.06%. Le reste des actions des CFF (soit 25.34%) a été acquis par SOFIFROID.

F. Le 18 décembre 2003, la SGF a publié conformément aux art. 20 et 21 LBVM que Stef-TFE avait porté le 12 décembre 2003 sa participation à 8'765 actions de CHF 20 de valeur nominale (dont 8'500 actions nominatives et 265 actions au porteur) et 1'507 actions de CHF 100 de valeur nominale (dont 1'000 actions nominatives et 507 actions au porteur). Au 12 décembre 2003, Stef-TFE détenait ainsi 34,70% des droits de vote de la société.

G. Le 12 février 2004, la Commission des OPA a adressé une demande de renseignements à SGF visant à déterminer les motifs qui ont conduit à l'introduction d'une clause d'opting out dans les statuts de la société. Elle a également requis l'introduction d'une copie du procès-verbal de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires du 6 février 2002 (voir lit. D.). Le conseil d'administration de SGF a répondu par courrier daté du 25 février 2004.

H. Par lettre du 16 mars 2004, la Commission des OPA a invité Stef-TFE à prendre position quant à l'éventuelle obligation de présenter une offre. Celle-ci a répondu, après prolongation de délai, par courrier daté du 22 avril 2004.

I. Par ordonnance de procédure du 11 mai 2004, la Commission des OPA a ordonné un second échange d'écritures. Le conseil d'administration de SGF ainsi que Stef-TFE ont répondu par courriers datés du 25 mai 2004. En date du 24 juin 2004, Stef-TFE a apporté, sur requête de la Commission des OPA, un complément d'informations affirmant qu'à sa connaissance aucun changement n'était intervenu dans la composition du conseil d'administration et de la direction générale depuis le dépassement par Stef-TFE du seuil de l'art. 32 LBVM. Elle a toutefois précisé que le conseil d'administration de SGF a proposé lors de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires fixée au 25 juin 2004, l'élection d'un nouvel administrateur (portant ainsi le nombre des administrateurs de cinq à six) en la personne de M. Thierry de Boccard, à Fribourg, lequel n'a jamais été lié d'une quelconque manière à Stef-TFE.

J. Dans leurs écrits, le conseil d'administration de SGF et la société Stef-TFE ont fait valoir divers arguments relatifs à la validité de la clause d'opting out figurant dans les statuts de la SGF. De plus, Stef-TFE a mis en cause la compétence de la Commission des OPA pour trancher de cette question. Ces arguments seront repris dans les considérants dans la mesure nécessaire pour trancher la question de l'obligation de Stef-TFE de présenter une offre au sens de l'art. 32 LBVM.

K. Une délégation de la Commission des OPA formée de M. Hans Caspar von der Crone (président), Mme Claire Huguenin et M. Raymund Breu a été constituée pour examiner l'obligation éventuelle de Stef-TFE de présenter une offre.

Considérants :

1. Obligation de présenter une offre au sens de l'art. 32 LBVM

1.1 Fondements

Selon l'art. 32 al. 1 LBVM, quiconque, directement, indirectement ou de concert avec des tiers, acquiert des titres qui, ajoutés à ceux qu'il détient, lui permettent de dépasser le seuil de 33 1/3 pour cent des droits de vote de la société visée, qu'il soit habilité à en faire usage ou non, doit présenter une offre portant sur tous les titres cotés de cette société. Les sociétés visées peuvent relever dans leurs statuts le seuil jusqu'à 49 pour cent des droits de vote (clause dite d'opting up). En outre et sur la base de l'art. 22 al. 3 LBVM, une société peut prévoir en tout temps dans ses statuts qu'un offrant n'est pas tenu de présenter une offre publique d'acquisition pour autant qu'il n'en résulte pas pour les actionnaires un préjudice au sens de l'art. 706 Code des Obligations (« CO »; clause dite d'opting out).

Dans le cas présent Stef-TFE a clairement dépassé le seuil de l'art. 32 al. 1 LBVM (voir lit. F de l'état de fait). Elle est toutefois d'avis qu'elle n'a pas à présenter une offre, car l'art. 12bis des statuts de la SGF prévoit une clause d'opting out (voir lit. D de l'état de fait). Par conséquent, pour déterminer si Stef-TFE à l'obligation de présenter une offre au sens de l'art. 32 LBVM, il faut tout d'abord examiner la validité de la clause d'opting out au regard de l'art. 22 al. 3 LBVM.

1.2 Validité de la clause d'opting out

1.2.1 Compétence de la Commission des OPA

La question de la validité d'une clause d'opting out introduite, comme dans le cas présent, après la cotation de la société et plus de deux ans après l'entrée en vigueur de la LBVM (voir l'art. 53 LBVM sur le délai transitoire) doit être tranchée sur la base de l'art. 22 al. 3 LBVM. Il s'agit dès lors d'une question de droit sur les bourses de la compétence de la Commission des OPA, respectivement de la Commission fédérale des banques (« CFB »), contrairement à ce qu'affirme Stef-TFE dans son courrier du 22 avril 2004. Le renvoi de l'art. 22 al. 3 LBVM à l'art. 706 CO n'a pas pour effet de soustraire cette question de la compétence de la Commission des OPA. La doctrine admet de manière générale qu'il s'agit d'un renvoi aux conditions matérielles de l'art. 706 CO qui a pour but de définir les conditions de validité d'une clause d'opting out (voir entre autres, Tschäni/Oertle in : Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, BEHG, Zurich 1999, ad art. 22 n. 30-31). L'art. 22 al. 3 LBVM ne se réfère en revanche pas aux conditions

formelles de l'art. 706 CO. Par conséquent, la Commission des OPA est compétente pour examiner la validité d'une clause d'opting out (voir recommandation du 3 mars 2004 dans l'affaire *Adval Tech Holding AG*, c. 3.2).

1.2.2 Conditions de validité

1.2.2.1 L'introduction d'une clause d'opting out dans les statuts d'une société ne doit pas entraîner pour les actionnaires un préjudice au sens de l'article 706 CO (voir également art. 22 al. 2 et 3 LBVM). Aux termes l'art. 706 CO, sont notamment annulables les décisions qui suppriment ou limitent les droits des actionnaires d'une manière non fondée (art. 706 al. 2 ch. 2 CO) ou entraînent pour les actionnaires une inégalité de traitement ou un préjudice non justifiés par le but de la société (art. 706 al. 2 ch. 3 CO). L'introduction d'une clause d'opting out entraîne forcément un préjudice pour les actionnaires minoritaires, ne serait-ce déjà qu'en raison de la perte de leur option de sortie. Par conséquent, pour qu'une clause d'opting out soit licite, elle doit être matériellement fondée et respecter le principe de proportionnalité (voir dans le même sens, Bernet Robert, *Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz*, thèse, Berne 1998, p. 222 s.; Köpfli Christian, *Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht*, thèse, Zurich 1999, p. 136). Pour être matériellement fondée, la clause d'opting out doit être adoptée dans l'intérêt de la société et non d'actionnaires déterminés. Elle ne doit en particulier pas avoir pour but de favoriser ou de défavoriser certains actionnaires (voir Dreifuss/Lebrecht in : *Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht*, ad art. 706 n. 12 ss). Quant au critère de proportionnalité, il est respecté si la clause d'opting out est adéquate et nécessaire à répondre à l'intérêt de la société et si les avantages pour la société l'emportent sur les intérêts individuels des actionnaires minoritaires.

Selon la CFB, est considérée comme illicite une clause d'opting out introduite formellement en faveur d'un actionnaire déterminé (c'est-à-dire avec indication explicite dans les statuts de l'actionnaire favorisé – clause formellement sélective ou partielle; voir décision *Esec/Unaxis* du 23 juin 2000). Dans une recommandation du 3 mars 2004 dans l'affaire *Adval Tech Holding AG*, la Commission des OPA a précisé qu'elle considérerait également comme illicite une clause d'opting out introduite implicitement en faveur d'une personne déterminée ou en vue d'une transaction déterminée (clause matériellement sélective ou partielle; voir recommandation du 3 mars 2004 dans l'affaire *Adval Tech Holding AG*, c. 3).

1.2.2.2 En l'occurrence, il ressort clairement de l'état de fait (voir lit. D.) que la clause d'opting out a été introduite dans les statuts de SGF en faveur d'actionnaires déterminés à savoir, d'une part, Stef-TFE qui possédait à l'époque une participation de 28.72% (voir lit. E) des droits de vote de SGF et, d'autre part, un groupe d'administrateurs (par l'intermédiaire de SOFIFROID). En effet, ces actionnaires ont conditionné leur décision d'acquérir les actions de SGF détenues par les CFF à l'inscription dans les statuts de la société d'une clause d'opting out. Par conséquent, cette clause entraîne un préjudice pour les actionnaires au sens de l'art. 706 CO, car elle limite leurs droits (suppression de l'option de sortie garantie par la LBVM) et entraîne une inégalité de traitement en faveur des actionnaires de référence. La question peut toutefois se poser de savoir si ce préjudice est justifié par l'intérêt de la société.

1.2.2.3 Le conseil d'administration de SGF fait valoir, tout comme Stef-TFE dans sa prise de position du 22 avril 2004, que la décision d'introduire une clause d'opting out dans les statuts était justifiée par l'intérêt de la société. En effet, à son avis, il était essentiel de trouver un investisseur partageant la stratégie poursuivie par SGF pour garantir le développement de la société à moyen et long terme. A noter que dans sa lettre du 25 février 2004, le conseil

d'administration de SGF précise que la société était bien consciente que la faible liquidité du titre cumulée au désir d'un actionnaire de trouver rapidement une contrepartie s'il veut céder ses titres risquaient de conduire à une situation de blocage, dans la mesure où aucun des deux actionnaires fondateurs (à savoir les CFF et Stef-TFE) ne souhaitait se trouver dans la situation de devoir présenter une offre portant sur tous les titres de la société (voir également état de fait lit. D.).

1.2.2.4 En ce qui concerne le respect du principe de proportionnalité, il n'est pas exclu qu'une clause d'opting out soit adéquate pour trouver un investisseur partageant la stratégie de la société. En revanche, lorsque comme en l'occurrence le transfert des actions à l'investisseur en question ne conduit pas à un dépassement du seuil (cf. état de fait lit. D.), il n'est pas nécessaire d'introduire une telle clause pour atteindre le but recherché. De plus, même si le transfert des actions détenues par les CFF avait conduit à un dépassement du seuil, la société aurait pu prendre une mesure moins incisive pour les droits des actionnaires minoritaires, telle l'introduction d'une clause d'opting up.

Enfin si l'on met en balance les intérêts en présence, à savoir l'intérêt de la société à trouver un investisseur partageant la stratégie poursuivie et l'intérêt des actionnaires minoritaires à se voir offrir une option de sortie en cas de changement de contrôle au sens de l'art. 32 LBVM, l'intérêt des actionnaires minoritaires l'emporte nettement. En effet, l'intérêt pour les actionnaires minoritaires de se voir offrir une option de sortie est d'autant plus important que le marché des titres de SGF est illiquide. En cas de changement de contrôle, ceux-ci n'ont dès lors que peu, voire pas de possibilité de vendre leurs titres sur le marché. Admettre, comme le prétend SGF dans son courrier du 25 mai 2004, qu'en cas d'illiquidité des titres, l'introduction d'une clause d'opting out favorise les actionnaires minoritaires, car elle leur permet de céder leurs titres à l'un ou l'autre des actionnaires de référence, contreviendrait totalement au but poursuivi par le droit des OPA. En effet, le droit des OPA a pour but de garantir aux actionnaires minoritaires une option de sortie indépendante du bon vouloir de l'actionnaire qui acquiert le contrôle et ce à un prix minimum garanti (voir l'art. 32 al. 4 LBVM en relation avec les art. 37 ss OBVM-CFB; voir également message du Conseil fédéral du 24 février 1993, FF 1993 I 1269 ss art. 30).

Par conséquent, la clause d'opting out a été adoptée en violation du principe de proportionnalité, car elle n'était pas nécessaire pour répondre à l'intérêt de la société de trouver un investisseur partageant sa stratégie, de plus elle favorise clairement les actionnaires de référence par rapport aux actionnaires minoritaires.

1.2.2.5 En conclusion, la clause d'opting out introduite à l'art. 12bis des statuts de SGF est illicite à l'égard de Stef-TFE, car elle entraîne un préjudice pour les actionnaires, non justifié par l'intérêt de la société (voir art. 22 al. 3 LBVM).

1.3 Résultat

Le 12 décembre 2003, Stef-TFE a dépassé le seuil de l'art. 32 al. 1 LBVM en portant son pourcentage de droits de vote de 33.06% à 34.70% (voir état de fait lit. F.). La clause d'opting out prévue à l'art. 12bis des statuts étant illicite à son égard, elle ne peut s'en prévaloir et est dès lors soumise depuis cette date à l'obligation de présenter une offre portant sur tous les titres cotés de SGF. L'offre obligatoire aurait dû être présentée au plus tard deux mois après le dépassement du seuil (voir art. 36 al. 1 OBVM-CFB), soit le 12 février 2004 au plus tard.

Jusqu'à ce jour la question de la validité de la clause d'opting out était toutefois controversée. C'est pourquoi la Commission des OPA accorde à Stef-TFE un délai de 20 jours de bourse après

la réception de la recommandation pour présenter l'offre obligatoire au sens de l'art. 32 LBVM (voir art. 36 al. 2 OBVM-CFB). L'octroi de ce délai ne joue aucun rôle en ce qui concerne la détermination du prix minimum de l'offre (voir l'art. 32 al. 4 LBVM en relation avec les art. 37 ss OBVM-CFB).

2. Possibilité d'octroi d'une dérogation

Sur requête motivée, la Commission des OPA peut dans des cas justifiés accorder une dérogation à l'obligation de présenter une offre (voir art. 32 al. 2 LBVM). Stef-TFE n'a pas introduit de requête de dérogation, du simple fait déjà que la question de l'obligation de présenter une offre n'était pas tranchée. Selon les dires de Stef-TFE, aucun changement n'est intervenu dans la composition du conseil d'administration et de la direction générale depuis le dépassement du seuil de l'art. 32 al. 1 LBVM (voir état de fait lit. I.). Par conséquent, dans la mesure où Stef-TFE devait diminuer immédiatement la participation qu'elle détient dans SGF (de manière directe, indirecte ou de concert avec des tiers), de manière à redescendre en-dessous de ce seuil, la Commission des OPA n'exclut pas que les conditions d'octroi d'une dérogation pour franchissement temporaire du seuil (voir art. 32 al. 2 lit. c LBVM) soient remplies (en ce qui concerne ces conditions, voir notamment recommandation du 29 octobre 2003 dans l'affaire *SC Turnaround Invest AG* c. 2.2; recommandation du 7 novembre 2001 dans l'affaire *Crossair*, c. 1; recommandation du 27 mai 1998 dans l'affaire *Hottinger Züri Valore AG*, c. 3).

La Commission des OPA accorde à Stef-TFE un délai de 10 jours de bourse après réception de la recommandation pour introduire une éventuelle requête motivée de dérogation, accompagnée le cas échéant d'une requête de prolongation du délai pour présenter l'offre obligatoire (voir ch. 1.3).

3. Publication de la présente recommandation

En vertu de l'art. 23 al. 3 LBVM, la recommandation sera publiée après sa notification aux parties sur le site Internet de la Commission des OPA.

4. Emolument

En vertu de l'art. 23 al. 5 LBVM, la Commission des OPA prélève un émolument de CHF 30'000 pour les frais engendrés par la présente procédure. Ce montant est mis pour moitié à charge de SGF et pour moitié à charge de Stef-TFE. SGF et Stef-TFE répondent solidairement du paiement de l'émolument. Lors de l'adoption d'une recommandation ultérieure, la Commission des OPA tiendra compte de cet émolument.

Fondée sur ce qui précède, la Commission des OPA adopte la recommandation suivante :

1. La Commission des OPA constate que Stef-TFE S.A., Paris (France), a l'obligation de présenter une offre au sens de l'art. 32 LBVM pour tous les titres cotés de la société SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A., Satigny.
2. La Commission des OPA accorde à Stef-TFE S.A., Paris (France), un délai de 20 jours de bourse après réception de la recommandation pour présenter l'offre obligatoire.
3. La Commission des OPA accorde à Stef-TFE S.A., Paris (France), un délai de 10 jours de bourse après réception de la recommandation pour introduire une éventuelle requête de dérogation au sens de l'art. 32 al. 2 LBVM.
4. La recommandation sera publiée après sa notification aux parties sur le site Internet de la Commission des OPA.
5. La Commission des OPA prélève un émolument de CHF 30'000. Ce montant est mis pour moitié à charge de SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A. et pour moitié à charge de Stef-TFE S.A., Paris (France). Les deux sociétés en répondent solidairement.

Le Président :

Hans Caspar von der Crone

Les parties peuvent rejeter la présente recommandation par un acte écrit qui doit parvenir à la Commission des OPA au plus tard cinq jours de bourse après réception de la recommandation. Ce délai peut être prolongé par la Commission des OPA. Il commence à courir en cas de notification par télécopie. Une recommandation non rejetée dans le délai de cinq jours de bourse est réputée acceptée par les parties. Lorsqu'une recommandation est rejetée, n'est pas exécutée dans le délai fixé ou lorsqu'une recommandation acceptée n'est pas respectée, la Commission des OPA transmet le dossier à la Commission des banques pour ouverture d'une procédure administrative.

Communication :

- à Stef-TFE S.A., par l'intermédiaire de son représentant
- à SGF, Société de Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève S.A.
- à la CFB