

DECISION

du Comité des offres publiques d'acquisition de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA

Anne Héritier Lachat, présidente, Jean-Baptiste Zufferey, Sabine Kilgus

du 6 avril 2009

dans la cause

MMA Vie SA

Boulevard Marie et Alexandre Oyon, 72030 Le Mans Cedex 9, France, représentée par [...]

Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA

Rue du Prince 9/10, 1211 Genève 3 représentée par [...]

Serdac SA

Place Gervais 1, 1201 Genève, représentée par [...]

Amber Master Fund (Cayman) SCP

c/o Amber Capital Investment Management, 153 East 53 Street, 57 Floor, Citigroup Center, New York, NY 10022, représentée par [...]

Commission des offres publiques d'acquisition

Selnaustrasse 30, 8021 Zürich

concernant

la décision 403/02 de la Commission des offres publiques d'acquisition du 16 mars 2009 traitant de l'offre publique d'achat de MMA Vie SA portant sur toutes les actions au porteur de Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA se trouvant en mains du public – Oppositions, prix minimum et prolongation du délai de carence / Rapport d'évaluation

En fait:

- (1) Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA (Harwanne ou la société visée) est une société anonyme de droit suisse dotée d'un capital-actions se montant à CHF 53'000'000, divisé en 53'000'000 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 1 chacune. Les actions au porteur de Harwanne sont cotées à la SIX Swiss Exchange AG.
- (2) MMA Vie SA (MMA ou l'offrante ou la recourante) est une société anonyme de droit français dont le capital social s'élève à EUR 141'912'800, divisé en 70'956'400 actions d'une valeur nominale de EUR 2 chacune. Les actions de MMA ne sont pas cotées et sont intégralement détenues par des sociétés du groupe MMA.
- (3) Selon la publication du 28 août 1998 dans la Feuille officielle suisse du commerce (FOSC), MMA détenait 106'750 actions au porteur de Harwanne correspondant à 8,80% des droits de vote. Aux termes de la publication officielle du 30 juin 2008, MMA a augmenté sa participation à 10'675'000 actions au porteur de Harwanne, soit 16,42% des droits de vote, suite à la modification de la structure du capital-actions de Harwanne. D'après l'annonce du 8 octobre 2008 publiée dans la FOSC, MMA détenait toujours 10'675'000 actions au porteur de Harwanne, correspondant toutefois à 20,14% des droits de vote en raison d'une réduction du capital-actions.
- (4) Le 30 janvier 2009, MMA a annoncé avoir conclu des contrats d'achats portant sur 21,48% du capital et des droits de vote de Harwanne avec AGF Vie, 14,16% du capital et des droits de vote de Harwanne avec Financière Pinault SCA et 6,63% du capital et des droits de vote de Harwanne avec Régine Siret, Alexandra Moulin et William Siret. MMA a acquis chaque action Harwanne au prix de CHF 3,45. MMA, qui détenait désormais 33'081'807 actions au porteur de Harwanne, soit 62,42% du capital et des droits de vote de Harwanne, a également annoncé son intention de soumettre une offre publique d'acquisition portant sur toutes les actions Harwanne détenues par le public. MMA a indiqué vouloir offrir CHF 2,60 en espèces par action.
- (5) Par décision 403/01 du 26 février 2009, la Commission des offres publiques d'acquisition (COPA) a constaté que l'offre publique d'acquisition de MMA était conforme à la Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (LBVM ; RS 954.1).
- (6) Sur requête des sociétés Amber Master Fund (Cayman) SPC et Serdac SA, la COPA a confirmé leur qualité de partie à la procédure d'offre publique d'acquisition en date du 3 mars 2009.
- (7) Par décision 403/02 du 16 mars 2009, la COPA a annulé la décision 403/01 du 26 février 2009 (point 2 du dispositif) et requis que MMA fasse évaluer par l'organe de contrôle les titres de participations visés par l'offre et que le rapport d'évaluation lui soit remis d'ici au 31 mars 2009 (point 3 du dispositif). La COPA a également prolongé le délai de carence au 7 avril 2009 (point 4 du dispositif) et retiré l'effet suspensif d'un éventuel recours (point 8 du dispositif). La COPA a considéré que les volumes échangés par des personnes totalement indépendantes de l'offrante et de la cible ont été très faible durant la période VWAP (Volume Weighted Average Price, à savoir le rapport entre le chiffre d'affaires négocié et le volume total négocié pendant un certain laps de temps). De plus, depuis la publication des comptes semestriels du 16 septembre 2008, Harwanne, qui est une société de participation dont environ 82% des actifs au 30 juin 2008 consistent en des liquidités, n'a pas fourni

d'informations au marché ce qui, compte tenu de la crise financière, ne permet pas une formation des cours boursiers qui reflète de manière fiable la valeur de la société.

(8) Le 23 mars 2009, MMA a recouru contre la décision 403/02 de la COPA du 16 mars 2009. Elle conclut, en substance, à l'annulation des points 2, 3 et 8 du dispositif de la dite décision et subsidiairement qu'il lui soit octroyé un délai adéquat pour évaluer les titres de participations visés par l'offre et que la cible doive fournir à l'organe de contrôle désigné par l'offrante toutes les informations et confirmations qu'il requerra. Elle conclut également à ce que les frais de procédure soient mis à la charge de Serdac et Amber, à titre subsidiaire à la charge de l'Etat et à ce que Serdac et Amber, et subsidiairement l'Etat, soient condamnés à lui verser une participation adéquate à titre d'indemnité :

« 1. Die Aufschiebende Wirkung der Beschwerde sei mit Bezug auf Ziffer 3 des Dispositivs der Verfügung 403/02 der Übernahmekommission vom 16. März 2009 wiederherzustellen. 1.1 Eventualiter a) sei der Beschwerdeführerin eine angemessene Frist für die Durchführung des Bewertungsverfahrens der Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, zu gewähren und b) sei die Zielgesellschaft zu verpflichten, der von der Beschwerdeführerin bezeichneten Prüfstelle alle von dieser für die Bewertung verlangten Informationen und Bestätigungen abzugeben.

2. Die Ziffern 2, 3 und 8 des Dispositivs der Verfügung 403/02 der Übernahmekommission vom 16. März 2009 seien aufzuheben. 2.1. Eventualiter a) sei der Beschwerdeführerin eine angemessene Frist für die Durchführung des Bewertungsverfahrens der Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, zu gewähren und b) sei die Zielgesellschaft zu verpflichten, der von der Beschwerdeführerin bezeichneten Prüfstelle alle von dieser für die Bewertung verlangten Informationen und Bestätigungen abzugeben.

3. Die Verfahrenskosten seien Amber und Serdac aufzuerlegen. 3.1. Eventualiter seien die Verfahrenskosten auf die Staatskasse zu nehmen.

4. Amber und Serdac seien gegenüber der Beschwerdeführerin zur Bezahlung einer angemessenen Parteientschädigung zu verpflichten. 4.1. Eventualiter sei der Beschwerdeführerin aus der Staatskasse eine angemessene Parteientschädigung zuzusprechen. »

(9) A l'appui de ses conclusions, MMA expose en substance que la COPA a violé le principe constitutionnel de la liberté de commerce dans la mesure où elle a considéré les actions Harwanne comme n'étant pas liquides et ainsi fait une application trop étroite de l'art. 40 de l'Ordonnance de la FINMA sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (OBVM-FINMA ; RS 954.193), disposition qui ne repose, de surcroît, sur aucune base légale suffisante. MMA ajoute que l'action Harwanne est liquide conformément à la Communication n°2 de la COPA dès lors qu'elle a été négociée 47 jours sur les 60 jours de bourse avant l'annonce préalable et que le prix offert de CHF 2,60 correspond à 75% du prix des acquisitions préalables de MMA et prévoit donc une prime de 9,2% par rapport au VWAP des actions Harwanne. Elle compare la solution suisse permettant de déterminer la notion de liquidité à la solution allemande. Pour MMA, la notion de liquidité est confuse nonobstant la Communication n°2 de la COPA. Il y a donc lieu de la définir de manière à ce qu'un offrant sache à l'avance à quoi s'attendre et que la majorité des titres cotés au Swiss Performance Index (SPI) ne soient pas considérés comme illiquides. A cet égard, MMA remet trois listes comparatives de sociétés cotées au SPI reflétant leurs volumes journaliers moyens, leurs volumes en rapport avec leur *free float* et leurs volu-

mes en rapport avec leur capitalisation boursière négociés du 22 septembre 2008 au 22 mars 2009. MMA estime, par ailleurs, que la structure du bilan de Harwanne n'influe pas sur la liquidité de l'action Harwanne et qu'il n'est pas équitable que les investisseurs ayant acquis leurs actions au prix du marché puissent bénéficier d'un prix de sortie ayant fait l'objet d'une évaluation. Dans ces conditions, plus personne ne lancera d'offres publiques d'acquisition, ce qui péjorerait la situation des actionnaires qui, en raison d'un faible volume, auraient de la peine à vendre leur participation. Selon MMA, le manque de communication de Harwanne n'est pas pertinent pour la formation du cours ; en l'occurrence, aucune communication n'était nécessaire dès lors qu'aucun investissement n'avait été réalisé de sorte que le cours de bourse reflétait de manière transparente l'activité de la société visée. MMA allègue que le négoce de Harwanne sur son propre titre n'est pas pertinent pour déterminer sa liquidité dès lors que les transactions effectuées en bourse sont anonymisées et que Harwanne n'a pas agi de concert avec MMA. Enfin, la COPA aurait modifié sa pratique, contrevenant ainsi aux principes d'égalité de traitement et de sécurité du droit.

(10) Par décision incidente du 27 mars 2009, le Comité des offres publiques d'acquisition de la FINMA a restitué l'effet suspensif retiré par la COPA relatif à l'obligation de faire évaluer les titres visés par l'offre d'ici au 31 mars 2009.

(11) Par télécopie du 27 mars 2009, la FINMA a invité Harwanne, Serdac SA (Serdac), Amber Master Fund (Cayman) SCP (Amber) et la COPA à se prononcer sur les points 2 à 4 des conclusions de MMA.

(12) Par télécopie du 31 mars 2009 (09 :42 heures), Harwanne conclut à ce que MMA soit déboutée de ses conclusions et à ce que les chiffres 2 et 3 de la décision 403/02 de la COPA soient confirmés. Harwanne relève que lors de la fusion de Harwanne, Afipa SA et Holdivar SA en juin 2008, le réviseur avait reconnu le caractère illiquide du marché de l'action Harwanne. Harwanne conteste le changement de pratique allégué par MMA dans la décision 403/02 de la COPA. En réponse au point 2.1 des conclusions de MMA, Harwanne estime qu'une production de documents serait inutile dès lors qu'elle publie des comptes conformément au standard IFRS et que cela ralentirait la procédure.

(13) Par courrier électronique du 31 mars 2009 (11 :51 heures), la COPA conteste un prétendu changement de sa pratique et renvoie à l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA, anciennement 37 al. 4 OBVM-CFB entré en vigueur au 1^{er} juillet 2007, ainsi qu'à sa Communication n°2 publiée le 3 septembre 2007. Elle expose que le critère 30/60 jours de bourse représente une forme de présomption de liquidité qui doit être écartée lorsque, comme en l'espèce, des circonstances particulières indiquent que le cours de bourse n'est pas un indicateur suffisamment fiable pour servir de détermination du prix minimum. A cet égard, la COPA précise que les circonstances énumérées dans sa décision 403/02 constituent un ensemble indivisible. S'agissant des listes comparatives produites par MMA, la COPA relève que la période considérée se situe, pour environ un tiers des jours de négoce considéré, après la publication de l'annonce préalable du 30 janvier 2009 ; or, l'appréciation de la liquidité doit se faire sur la période précédant la publication de l'offre. Pour la COPA, le fait que, du 30 octobre 2008 au 29 janvier 2009, 68,57% du volume des actions Harwanne a été effectué par la cible elle-même consiste en une circonstance particulière qui doit être prise en compte au regard de l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA et de la Communication n°2. Par ailleurs, outre la publication des résultats 2007 au 6 mars 2008, les résultats semestriels le 16 septembre 2008 et les informations relatives à la fusion avec Afipa SA et Holdivar SA de mi-2008, Harwanne, dont 82,5% des actifs étaient constitués de liquidités au 31 décembre 2008, n'a pas communiqué sa situation actuelle au marché nonobstant la période de crise financière,

ce qui explique que le cours de bourse ne reflète pas de manière suffisamment fiable l'opinion du marché sur la valeur de la société cotée. La COPA fait également valoir qu'une comparaison internationale ne s'oppose pas à l'application par la COPA, d'autres critères permettant de déterminer la liquidité que celui figurant à la Communication n°2. La COPA est donc d'avis que le cours de bourse des actions Harwanne pendant les 60 jours de bourse est tellement influencé par les circonstances particulières qu'il ne peut servir de base de calcul du prix minimum dans une offre obligatoire et conclut au rejet du recours, sans suite de frais à la charge de la recourante.

(14) Par télécopie du 31 mars 2009 (11 :42 heures), Amber conclut au rejet des conclusions 2, 3 et 4 de la recourante et à la confirmation de la décision 403/02, frais et indemnités à la charge de la recourante, subsidiairement de l'Etat. En résumé, Amber estime que le prix offert par MMA n'est pas équitable car il ne prend pas en compte le manque de liquidité de l'action Harwanne. En effet, le volume moyen journalier durant la période des 60 jours de bourse se monte à 21'000 actions environ soit un chiffre d'affaires d'un peu moins de CHF 50'000 (VWAP de CHF 2,38), respectivement moins de 0,04% du nombre total d'actions Harwanne ; en décomptant les actions négociées par la cible durant cette période, le volume moyen journalier n'est que de 6'571 actions soit un chiffre d'affaires de CHF 15'638 (VWAP de CHF 2,38), correspondant seulement à 0,012% du nombre total d'actions Harwanne. Une évaluation des titres visés par l'offre est, en conséquence, nécessaire. Les circonstances particulières suivantes plaident pour l'évaluation de ces titres : les investisseurs potentiels ne disposent d'aucune indication sur la stratégie future de la cible, Harwanne a *de facto* abandonné son activité, le cours boursier ne représente pas la vraie valeur de Harwanne faute d'information ; enfin, lors de la fusion avec Afipa SA et Holdivar SA en avril/juin 2008, les conseils d'administration avaient procédé à l'évaluation des actions compte tenu de la faible liquidité. En réponse à MMA, Amber soutient que l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA règle le cas où le principe de l'offre et de la demande ne peut trouver application dès lors qu'il n'existe aucun marché ; la liberté de commerce n'est ainsi pas violée. Amber relève que l'appréciation de la liquidité doit se faire sur la période de 60 jours boursiers précédant la publication de l'offre ce qui n'est pas le cas des listes comparatives produites par MMA dans son écriture du 23 mars 2009. A cet égard, le critère du volume par rapport au *free float* n'est pas pertinent car il ne prend en considération que le négoce effectué entre actionnaires minoritaires constituant le *free float* ; de même, le critère du volume moyen journalier ne donne pas d'indication sur la liquidité de l'action Harwanne car plus le cours de l'action est bas – comme en l'espèce -, plus le volume sera élevé en termes absolus. Le seul critère pertinent est le volume en pourcentage de la capitalisation boursière.

(15) Par télécopie du 31 mars 2009 (11 :55), Serdac conclut, à titre préliminaire, à ce qu'un délai supplémentaire de quatre jours de bourse lui soit octroyé afin de compléter son écriture, à titre principal, à ce que les conclusions 2 à 4 de MMA soient rejetées, à ce que les frais et dépens de la procédure soient mis à la charge de MMA et à ce que MMA, subsidiairement la COPA respectivement la Confédération, soit condamnées au versement d'indemnité pour les frais et dépens de Serdac. A l'appui de ses conclusions, Serdac expose, en substance, que le prix offert par MMA est manifestement inéquitable. En effet, l'action Harwanne a été évaluée lors de la fusion en juin 2008 entre CHF 4,77 et CHF 4,81 par Sal. Oppenheim & Co et à CHF 4,80 par le conseil d'administration, la valeur d'actifs nets de Harwanne se monte à CHF 4,50 par action selon les comptes sociaux et à CHF 4,56 selon les comptes consolidés, Harwanne pourrait distribuer CHF 3,19 par action sans causer de conséquence fiscale négative pour la société ni remettre en cause son bon fonctionnement ; de plus, la recourante a payé, fin janvier 2009, CHF 3,45 par action pour acquérir deux participations minoritaires sans verser de prime de contrôle. Par ailleurs, faute d'activité opérationnelle de Harwanne, le mar-

ché ne peut pas former un prix sur la base des revenus attendus. Enfin, Harwanne n'étant pas qualifiée de société d'investissement, elle n'est pas soumise aux règles de transparence qui exigent une publication hebdomadaire de la NAV. Aux allégués de MMA, Serdac répond, en substance, que l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA et la décision 403/02 sont constitutionnels, que la FINMA doit reconnaître à la COPA, spécialiste en la matière, un large pouvoir d'appréciation pour déterminer la liquidité de titres, que la décision 403/02 ne consacre nullement un changement de pratique, mais s'inscrit dans la ligne de ce qui avait été envisagé, tant lors de la révision de l'OBVM-CFB que dans la pratique de la COPA qui a pour but de garantir aux actionnaires une sortie à un prix équitable. Selon Serdac, le rapport de fusion et l'attestation d'équité de Sal. Oppenheim ont retenu le manque de liquidité des actions Harwanne. La liquidité peut se mesurer selon les critères suivants : (i) le nombre de jours où le titre a été négocié, *in casu* 47 sur les 60 jours de bourse précédents l'offre mais pour huit jours, seule une opération a été exécutée par jour, pour sept jours, seules deux l'ont été, (ii) le nombre de transactions par jour, *in casu* durant les dits 60 jours, seules 282 transactions, soit 4,7 transactions par jour, ont été effectuées, (iii) le volume de transactions, *in casu* seules 1'254'292 actions Harwanne ont été négociées pendant les dits 60 jours de bourse, soit 20'905 titres par jour en moyenne ; ce critère est à mettre en relation avec la VWAP des actions qui est « légère » par rapport au reste du marché suisse, (iv) le chiffre d'affaires et le volume par rapport au nombre d'actions émises ou d'actions dans le flottant, *in casu* le volume moyen par rapport au total d'actions émises est de 0,039% et le volume moyen par rapport au flottant n'est que de 0,127%. Cela étant, Serdac est d'avis que Harwanne est manifestement illiquide si l'on exclut de ces calculs les rachats d'actions propres, ce qu'il convient de faire dès lors que ces rachats constituent une source artificielle de liquidité.

(16) Par télécopie du 31 mars 2009, la FINMA a invité MMA à se prononcer sur les déterminations de Harwanne, Serdac, Amber et la COPA.

(17) Par télécopie du 2 avril 2009 (11 :41 heures), MMA conclut au rejet des conclusions de la COPA, Harwanne, Serdac et Amber et à ce qu'il soit fait droit à son recours. En résumé, MMA expose que ni la COPA ni les autres parties n'ont réussi à renverser la présomption de la liquidité de l'action Harwanne. La notion de liquidité étant vague, la COPA a défini de manière précise cette notion dans son Communiqué n°2 afin d'assurer la sécurité du droit pour tous les participants au marché ; c'est pourquoi, la Commission fédérale des banques a renoncé, dans le cadre de la révision de son ordonnance sur les bourses, à légiférer sur la question. MMA remet trois listes comparatives de sociétés cotées au SPI reflétant leurs volumes journaliers moyens (Harwanne occupe le 89^{ème} rang sur 225), leurs volumes en rapport avec leur *free float* (Harwanne occupe le 60^{ème} rang sur 227) et leurs volumes en rapport avec leur capitalisation boursière (Harwanne occupe le 142^{ème} rang sur 225) du 30 octobre 2008 au 29 janvier 2009. MMA estime qu'une comparaison avec le droit international, comme le fait la COPA, n'est pas pertinent mais que cela démontre son changement de pratique dans le cas d'espèce. MMA rallègue qu'hormis les cas de manipulation ou d'abus de marché, il convient de tenir compte des transactions sur actions propres de Harwanne pour déterminer la liquidité de l'action Harwanne. D'après MMA, on ne saurait tenir compte de l'évaluation des actions Harwanne lors de la fusion avec Afipa SA et Holdivar SA, dès lors qu'une fusion n'est pas comparable à une offre publique d'acquisition. MMA compare, en outre, le nombre d'actions Harwanne négociées ainsi que le nombre de jours durant lesquels l'action Harwanne a été négociée avant et après la fusion avec Afipa SA et Holdivar SA pour conclure que les chiffres actuels ne sont pas comparables avec les chiffres tels qu'il apparaissaient au moment de la fusion.

(18) Le Comité des offres publiques d'acquisition de la FINMA est, en l'espèce, composée de Madame Anne Héritier Lachat, présidente, Monsieur Jean-Baptiste Zufferey, membre, et Madame Sabine Kilgus, membre ad hoc.

(19) Les griefs formulés par MMA seront, dans la mesure de leur pertinence, examinés dans les considérants suivants.

En droit :

A. Compétence et délais

(20) A teneur de l'art. 33c al. 1 de la Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (LBVM ; RS 954.1), les décisions de la COPA peuvent faire l'objet d'un recours devant la FINMA dans un délai de cinq jours de bourse. Le dépôt des recours par télécopie ou par voie électronique est autorisé et reconnu pour le respect des délais (art. 33b al. 5 LBVM par renvoi de l'art. 33c al. 3 LBVM). La COPA a notifié la décision 403/02 aux parties, le 16 mars 2009. MMA a déposé son mémoire de recours à la FINMA, par télécopie du 23 mars 2009. Interjeté dans les cinq jours de bourse auprès de l'autorité compétente, le recours de MMA est donc recevable. Les déterminations du 31 mars 2009 de Harwanne, Serdac, Amber et de la COPA ont toutes été reçues par la FINMA dans le délai imparti, soit le 31 mars 2009 à midi. Il en va de même des dernières observations de MMA du 2 avril 2009.

(21) La loi fédérale sur la procédure administrative (PA ; RS 172.021) s'applique à la procédure devant la FINMA (art. 33b al. 1 LBVM par renvoi de l'art. 33c al. 3 LBVM).

(22) En vertu de l'art. 33a al. 2 i.i. PA, dans la procédure de recours, la langue de la procédure est celle de la décision attaquée. En l'espèce, la décision 403/02 de la COPA du 16 mars 2009 est rédigée en français de sorte que la procédure de recours devant le Comité des offres publiques d'acquisition de la FINMA est menée en français.

B. Contexte et genèse de l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA (anciennement, art. 37 al. 4 OBVM-CFB) et de la Communication n°2 de la COPA

(23) La recourante estime, contrairement à ce qu'à retenu la COPA dans la décision 403/02 du 16 mars 2009, que l'action visée par l'offre est liquide. La question qui se pose, en l'espèce, consiste donc à interpréter la Communication n°2 du 3 septembre 2007 en relation avec l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA.

(24) L'art. 32 al. 1 LBVM oblige celui qui acquiert des titres qui, ajoutés à ceux qu'il détient, lui permettent de dépasser le seuil de 33⅓% des droits de vote de la société visée, de présenter une offre portant sur tous les titres cotés de cette société. Dans le cadre d'une offre publique d'acquisition obligatoire, le prix offert doit être au moins égal au cours de bourse et ne doit pas être inférieur de plus de 25% au prix le plus élevé payé par l'offrant pour des titres de la société visée dans les douze derniers mois (art. 32 al. 4 LBVM). La FINMA édicte des dispositions sur l'obligation de présenter une offre (art. 32 al. 6 LBVM).

(25) L'art. 32 LBVM vise à protéger les actionnaires minoritaires contre la prise de contrôle de leur société par un autre actionnaire majoritaire qui pourrait donner une autre orientation à la politique de la société (Message LBVM, FF 1993 I p. 1317). Ainsi, l'offre obligatoire n'a pas pour objectif de permettre à l'offrant de racheter les actions restant sur le marché, mais de donner aux actionnaires minoritaires la possibilité de sortir de la société, ce qui s'inscrit dans les buts généraux de la loi, soit la protection de l'investisseur et la loyauté du marché. Par ailleurs, l'effet protecteur de l'offre obligatoire pourrait facilement être éludé si l'offrant ou l'actionnaire dominant fixait un prix sous-évalué. C'est pourquoi, la loi impose un prix minimum pour l'acquisition des titres restants (Message LBVM, FF 1993 I p. 1317-1318). Cet objectif de protection de l'actionnaire minoritaire justifie l'atteinte à la libre formation des prix et est conforme à la constitution (Message LBVM, FF 1993 I p. 1318 et p. 1338 ; art. 98 de la Constitution fédérale de la Confédération suisse ; RS 101).

(26) Ainsi que la loi l'impose, la FINMA a adopté les articles 28 et ss OBVM-FINMA qui concrétisent la loi-cadre, en particulier l'art. 40 OBVM-FINMA qui traite du cours de bourse lors d'une offre obligatoire. En vertu de l'art. 40 al. 2 OBVM-FINMA, le cours de bourse au sens de l'art. 32 al. 4 LBVM correspond au cours moyen des transactions en bourse des 60 jours de bourse précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, calculé en fonction de la pondération des volumes. L'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA prévoit que si les titres de participations cotés ne sont pas liquides avant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, l'organe de contrôle procède à leur évaluation.

(27) L'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA, entré en vigueur le 1^{er} janvier 2009, reprend la teneur de l'ancien art. 37 al. 4 de l'Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (OBVM-CFB ; RS 954.193), entré en vigueur le 1^{er} juillet 2007, qui codifie la pratique constante de la COPA (Recommandation 0251/03 – Aare-Tessin AG für Elektrizität du 19 janvier 2006 ; recommandation 0258/01 – Société Montreux Palace SA du 28 novembre 2005 ; recommandation 0223/01 EIC Electricity SA du 17 février 2005 ; recommandation 0219/01 Regedo Holding SA du 9 décembre 2004 ; recommandation 0180/01 Optic-Optical Technology Investments AG du 13 février 2004 ; recommandation 0145/01 – UDT Group Ltd du 15 octobre 2002 ; recommandation 038/01 - la Société Immobilière Genevoise du 5 mai 1999).

(28) A cet égard, la Commission fédérale des banques avait expliqué, dans son commentaire du 16 avril 2007 relatif à l'ancien art. 37 al. 4 OBVM-CFB que *« Conformément à la pratique de la COPA s'agissant de l'examen du respect des règles sur le prix minimum, il est nécessaire de procéder à une évaluation du titre de la société cible dans le cadre d'un marché illiquide, dès lors que l'on ne peut prendre en considération des cours de bourse isolés comme référence. Dans l'ordonnance, il est préférable de parler de titre «liquide» plutôt que de titres «régulièrement négociés», respectivement «regelmässig gehandelt». La notion de liquide est en effet beaucoup moins restrictive et ne suggère pas, à tort, que seule la régularité, respectivement la fréquence des transactions ou des volumes traités est pertinente pour déterminer si un titre est liquide ou non. Les arguments suivants plaident pour la non-inscription d'une définition dans l'ordonnance. Comme la pratique actuelle le démontre, il n'est pas forcément nécessaire de fixer une définition dans une ordonnance. Le marché accepte en tous les cas le système actuel. [...] La pratique s'élabore en principe avec le temps et de manière dynamique sur la base de nouvelles expériences concrètes. A l'opposé, la révision d'une ordonnance est par nature plus ponctuelle. Dans l'hypothèse dans laquelle un ou plusieurs critères supplémentaires (exemple: volume quotidien minimal, régularité du négoce, fréquence des transactions, un volume pouvant être absolu ou relatif en fonction, notamment, du flottant (free float) ou du nombre d'actions en circulation) sont fixés dans l'ordonnance, la nouvelle définition n'aura pas encore été testée dans la pratique.*

Dans ces conditions, l'on ne peut pas totalement exclure que la définition fixée dans l'ordonnance se révèle à l'usage trop complexe, voire même totalement inadéquate. Le cas échéant, une révision urgente de l'ordonnance s'imposerait avec les inconvénients que cela entraîne. L'on peut envisager de renforcer la pratique en la fixant sous la forme d'une Communication («Mitteilung») de la Commission des OPA, afin de garantir une sécurité juridique adéquate. Il est proposé donc de ne pas intégrer de nouvel alinéa contenant une définition de la liquidité à l'article 37 OBVM-CFB. Cela risquerait de «figer» inutilement la nouvelle définition. En revanche la CFB est en faveur d'inscrire uniquement dans l'ordonnance qu'un titre illiquide doit faire l'objet d'une évaluation (nouvel alinéa 4). ». Il en découle que la Commission fédérale des banques a laissé à la COPA le soin de procéder à la subsomption du concept de liquidité dans chaque cas concret. C'est donc également à dessein qu'elle n'a pas limité la définition de cette notion à la seule régularité et fréquence des transactions, des volumes quotidiens ou des volumes absolus ou relatifs calculés en fonction du flottant ou du nombre d'actions en circulation.

(29) C'est dans ce contexte que la COPA a édicté la Communication n°2 du 3 septembre 2007 traitant de la notion de liquidité. Le chiffre II de cette Communication dispose que : *« A ce jour, la pratique a été de considérer qu'un titre est liquide lorsqu'il a été négocié pendant au moins 15 jours lors des 30 jours de bourse précédant la publication de l'offre, respectivement l'annonce préalable. Une adaptation « linéaire » de la pratique actuelle conduit à retenir que, dorénavant, le titre ne sera considéré comme liquide que s'il a été négocié pendant au moins 30 jours durant la période de 60 jours de bourse précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable. La Commission des OPA se réserve cependant dans un futur proche de ne pas se satisfaire de ce seul critère si des circonstances particulières le justifient. La Commission des OPA envisage ainsi de tenir notamment compte des volumes négociés pendant la période de référence. »*. Ainsi, le critère 30/60 jours de bourse représente une forme de présomption de liquidité qui n'est pas irréfragable dès lors qu'elle peut être écartée en présence de circonstances particulières. Se fier à un titre illiquide pour déterminer le prix minimum rendrait l'offre obligatoire faite aux actionnaires minoritaires inéquitable et arbitraire et contrevient ainsi aux buts de protection des actionnaires minoritaires et de bon fonctionnement du marché ancrés dans la loi.

(30) Ceci étant exposé, il y a lieu d'examiner si la COPA a interprété l'art. 40 al. 2 et 4 OBVM-FINMA et la Communication n°2 du 3 septembre 2007 de manière arbitraire dans la présente cause et ainsi, constaté à tort que le titre visé par l'offre n'est pas liquide.

C. Circonstances particulières et critères permettant de déterminer la liquidité de l'action visée par l'offre

(31) Au vu des circonstances particulières - soit la nature du bilan et de l'activité de Harwanne ainsi que le manque d'information sur la société visée depuis la publication de ses comptes semestriels du 16 septembre 2008, la période de crise - la COPA s'est écartée de la règle générale des 30/60 jours de bourse. Elle a retenu le critère du volume moyen quotidien durant la période VWAP pour examiner la liquidité du titre visé par l'offre. En l'occurrence, la question se pose de savoir si, au regard de ces circonstances, ce critère retenu par la COPA, ainsi que ceux énoncés par Serdac et Amber, qui renversent essentiellement les critères énumérés dans le commentaire de la CFB, permettent de renverser la présomption de liquidité de l'action Harwanne, négociée 47 jours sur les 60 jours de bourse ce qu'admettent les parties et la COPA.

(32) A titre préliminaire, il convient de rappeler que la COPA s'est expressément réservé le droit de recourir à d'autres critères que celui des 30/60 jours de bourse. De plus, elle n'a pas limitativement énuméré ces autres critères si bien qu'en retenant la moyenne quotidienne des échanges sur les actions Harwanne au cours de la période VWAP, la COPA n'a, à cet égard, pas violé la Communication n°2 ni le commentaire du 16 avril 2007 de la Commission fédérale des banques concernant l'art. 37 al. 4 OBVM-CFB, ni, en conséquence, l'actuel art. 40 al. 4 OBVM-FINMA.

(33) En l'espèce, la moyenne quotidienne des échanges sur les actions Harwanne durant la période VWAP (du 30 octobre 2008 au 29 janvier 2009) s'élève à 20'905 actions (1'254'292 actions Harwanne ayant été négociées au total durant cette période) ; la VWAP de l'action Harwanne étant de CHF 2,38, le volume moyen journalier en fonction du prix s'élève à CHF 49'754 soit, 0,039% du capital-actions respectivement de la capitalisation de Harwanne. Comme le relève à juste titre Serdac, ces chiffres sont à mettre en relation avec le fait que la VWAP de l'action Harwanne est très basse en comparaison avec le reste du marché ce qui explique que Harwanne occupe le 89^{ème} rang sur 225.

(34) S'agissant de la régularité et de la fréquence des transactions, seules 282 transactions, soit 4,7 transactions par jour, ont été effectuées durant les dits 60 jours. A cela s'ajoute que sur 47 jours sur les 60 jours de bourse pertinents où l'action Harwanne a été négociée, aucune opération n'a été exécutée lors de treize jours boursiers, seule une opération l'a été lors de huit jours, seules deux l'ont été lors de sept jours et seules trois opérations ont été effectuées lors de sept autres jours.

(35) S'agissant des volumes calculés en fonction du flottant, Harwanne occupe le 60^{ème} rang sur 227 durant la période VWAP et s'agissant des volumes calculés en fonction de la capitalisation boursière, Harwanne occupe le 142^{ème} rang sur 225.

(36) Ces éléments démontrent le manque de liquidité de l'action Harwanne, nonobstant le moins mauvais classement de Harwanne concernant le volume calculé en fonction du flottant. Il importe, au demeurant, peu, contrairement à ce qu'affirme MMA, que selon ce classement, la plupart des titres des sociétés cotés à la SIX Swiss Exchange soient peu liquides. Comme exposé ci-dessus aux chiffres (24) à (27), l'objectif du législateur n'était pas d'assurer la liquidité des actions cotées en bourse mais bien plutôt de reconnaître aux actionnaires minoritaires un droit de sortie équitable. Il est, en tout état de cause, notoire que la plupart des émetteurs cotés à la bourse suisse n'ont qu'une faible liquidité.

(37) A cela s'ajoute les circonstances spéciales qui justifient de recourir à ces critères et qui corroborent la faible liquidité de l'action Harwanne.

(38) Ainsi, plus de 68% des titres négociés durant la période VWAP, l'a été par Harwanne. Ce rachat de propres titres n'est pas sans créer une distorsion des variables reflétant la liquidité. Partant, s'il fallait déduire les transactions effectuées par la cible, les chiffres susmentionnés démontreraient, de manière encore plus manifeste, l'illiquidité de l'action Harwanne.

(39) Par ailleurs, déjà lors de la fusion en juin 2008 des sociétés Harwanne, Afipa SA et Holdivar SA, les actions Harwanne avaient été considérées comme peu liquides, ainsi qu'en atteste le rapport de fusion du 30 avril 2008 établi par les conseils d'administration de Harwanne, Afipa SA et Holdivar SA (page 11 du rapport) : « *Compte tenu du peu de liquidité du marché des titres de Harwanne et Afipa, le conseil d'administration de Harwanne, Afipa et Holdivar a considéré que le cours de bourse ne*

constitue pas un indicateur fiable de la valeur effective des sociétés concernées, et qu'il se justifie donc de fonder le calcul des valeurs d'échange sur une valorisation de la substance, plutôt que sur une comparaison des cours de bourse. ». Ernst & Young SA, qui agissait sur mandat de Harwanne et des autres sociétés impliquées, avait reconnu le caractère peu liquide du marché de l'action Harwanne et exposé, dans son rapport du 30 avril 2008 que « *Malgré le fait que deux sociétés soient cotées sur le marché principal de la bourse suisse SWX, les conseils d'administrations de Afipa SA et Holdivar SA ainsi que de Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA justifient le choix de la méthode de l'Actif Net Réévalué pour déterminer la valeur des entreprises en raison principalement du manque de liquidité des titres concernés. Nous estimons que le choix de la méthode de l'Actif Net Réévalué [...] est correct et soutenable [...].* ». A noter que, contrairement à ce que fait valoir la recourante, la nature de la transaction, à savoir qu'il s'agisse d'une offre publique d'acquisition ou d'une fusion, n'influe pas sur la qualification de la liquidité ou de l'illiquidité d'un marché.

(40) Enfin, selon le rapport annuel de Harwanne au 31 décembre 2008 (page 4), 82,5% de ses actifs étaient constitués de liquidités qui sont aisément évaluables. Harwanne n'étant pas une société d'investissement pure, elle n'est pas tenue de publier régulièrement sa NAV. Or, les dernières informations sur sa situation financière remontent à la publication des résultats semestriels le 16 septembre 2008. Ce manque d'information aurait plutôt tendance à décourager tout investisseur qui ne peut que difficilement estimer la valeur de Harwanne, de surcroît en période de crise financière, et donc à rendre ce marché encore plus illiquide.

(41) Au vu de ce qui précède, force est de constater que, le marché de l'action Harwanne n'est pas liquide et que c'est avec raison que la COPA a requis une évaluation du titre visé par l'offre. Dans ces conditions et comme exposé ci-dessus, les griefs formulés par MMA relatifs aux atteintes constitutionnelles, au changement de pratique de la COPA et à une application arbitraire de l'art. 40 OBVM-FINMA et de la Communication n°2 sont infondés. MMA a eu le temps de planifier son offre de manière réfléchie ; elle ne peut donc raisonnablement invoquer une insécurité juridique.

(42) S'agissant des conclusions subsidiaires de la recourante, il convient également de les rejeter. En effet, selon le rapport annuel de Harwanne au 31 décembre 2008 (page 4), 82,5% de ses actifs étaient constitués de liquidités et sont donc aisément évaluables. La recourante doit être en mesure de fournir un rapport d'évaluation dans un délai relativement bref. En outre, Harwanne publie des comptes conformément au standard IFRS qui devraient permettre une évaluation de son action. En tout état de cause, Harwanne indique être prête à examiner toute requête de MMA qui consisterait à lui fournir des informations supplémentaires.

(43) Partant, les conclusions n°2 de MMA seront entièrement rejetées.

D. Autres allégués

(44) Serdac demande, à titre préliminaire, un délai supplémentaire de quatre jours pour compléter ses déterminations du 31 mars 2009.

(45) En l'espèce, Serdac s'est prononcée de manière exhaustive sur 33 pages. Vu le principe de célérité qui gouverne les procédures d'offres publiques d'acquisition, et compte tenu du fait qu'il est fait droit au chiffre 1 de sa conclusion principale (art. 30 al. 3 lit. c PA), sa conclusion préliminaire sera rejetée.

E. Frais et indemnités de procédure

(46) En vertu de l'art. 63 al. 1 PA, les frais de procédure sont mis à la charge de la partie qui succombe, en l'espèce, MMA.

(47) L'art. 64 al. 1 PA prévoit que l'autorité de recours peut allouer, d'office ou sur requête, à la partie ayant eu entièrement gain de cause une indemnité pour les frais indispensables et relativement élevés qui lui ont été occasionnés. Amber et Serdac ont explicitement requis l'allocation d'indemnités. Ces dernières ont obtenu gain de cause. Une indemnité équitable qui tiendra compte des exigences de célérité de la présente procédure, devra leur être versée par MMA.

Par ces motifs et en application des art. 1 et ss PA, en particulier l'art. 63 al. 1 PA, l'art. 64 al. 1 PA, des art. 1 et ss LBVM, en particulier l'art. 32 al. 1 et 4 LBVM, l'art. 33c LBVM, de l'art. 40 OBVM-FINMA, de l'art. 4 al. 1 du Règlement d'organisation de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA du 18 décembre 2008, le Comité des offres publiques d'acquisition de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA

décide :

1. Le recours de MMA Vie SA est entièrement rejeté.
2. MMA Vie SA remettra à la Commission des offres publiques d'acquisition son rapport d'évaluation des titres de participation visés par l'offre le 15 avril 2009 au plus tard et le transmettra simultanément aux autres parties à la procédure.
3. Toute autre conclusion est rejetée.

4. Les frais de procédure en CHF 13'000.- sont à la charge de MMA Vie SA. Ils sont facturés séparément par courrier postal et sont à verser dans un délai de 30 jours à partir de l'entrée en force de la présente décision.
5. Les frais d'indemnité en CHF 3'000.- pour Amber Master Fund (Cayman) SPC et en CHF 3'000.- pour Serdac SA sont à la charge de MMA Vie SA.

**COMITE DES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION DE
L'AUTORITE FEDERALE DE SURVEILLANCE DES MARCHES FINANCIERS**

Anne Héritier Lachat
Présidente

Franz Stirnimann
Membre de la direction

La présente décision peut faire l'objet d'un recours de droit administratif au Tribunal administratif fédéral, case postale, 3000 Berne 14 moyennant l'observation d'un délai de 10 jours. La décision ainsi que les pièces invoquées comme moyens de preuve doivent être jointes au recours.

Communication à :

- MMA Vie SA [...]
- Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA [...]
- Serdac SA [...]
- Amber Master Fund (Cayman) SCP [...]
- Commission des offres publiques d'acquisition [...]