



## Décision 403/02

du 16 mars 2009

Offre publique d'achat de **MMA VIE SA**, Le Mans, France, portant sur toutes les actions au porteur de **Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA**, Genève, se trouvant en mains du public – oppositions, prix minimum et prolongation du délai de carence

### Faits

#### A.

Par décision 403/01 du 26 février 2009, la Commission des OPA (**Commission**) s'est prononcée sur la conformité du prospectus d'offre de MMA VIE SA (**MMA**) sur les actions au porteur de Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA (**Harwanne**) à la loi sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (**LBVM**). Cette décision a été publiée le 3 mars 2009 sur le site internet de la Commission, le même jour que le prospectus d'offre de MMA.

#### B.

Le 23 février 2009, la société Amber Master Fund (Cayman) SPC, Grand Cayman (**Amber**) a requis la qualité de partie à la procédure. Elle a apporté la preuve d'une participation de 5'615'500 actions au porteur de Harwanne (**actions Harwanne**) au jour de bourse précédant la publication de l'annonce préalable (soit 10.6 % des droits de vote).

#### C.

Le 26 février 2009, la société Serdac SA, Genève (**Serdac**), a également requis la qualité de partie. Elle a apporté la preuve d'une participation de 3'505'500 actions au porteur de Harwanne au jour de bourse précédant la publication de l'annonce préalable (soit 6.61 % des droits de vote).

#### D.

Le 10 mars 2009, Serdac et Amber (ensembles **les opposantes**) ont chacune formé une opposition contre la décision 403/01 du 26 février 2009. Elles concluent toutes deux, expressément ou pour le moins implicitement, à l'annulation de la décision 403/01.

#### E.

Serdac invoque en premier lieu le fait que MMA et les actionnaires à qui elle a acheté des actions par contrats des 27 et 28 janvier 2009 (Assurances Générales de France Vie, Financière Pinault SCA, Régine Siret, Alexandra Moulin et William Siret) agissent de concert, en raison des contrats précités qui contiennent une clause "*no purchase or sale of securities*". Serdac estime également que ces actionnaires ont manipulé la liquidité des actions Harwanne au cours de la période de 60 jours de bourse avant la publication de l'annonce préalable (**période VWAP**). Elle requiert l'examen des activités de ces personnes afin de déterminer si elles ont créé artificiellement des transactions dans cette période. Si tel était le cas, Serdac est d'avis que le critère formel de la



communication n° 2 ne serait pas rempli. Elle exige un rapport complémentaire de l'organe de contrôle à ce sujet. Serdac invoque également le fait que la liquidité du titre de Harwanne n'est en l'espèce pas donnée et qu'il y a lieu d'appliquer l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA et de procéder à une évaluation de ces titres. Selon Serdac, les volumes échangés au cours de la période VWAP ne suffisent pas à qualifier l'action de liquide. Au vu de la valeur intrinsèque de l'action Harwanne, que Serdac pense être beaucoup plus élevée compte tenu des liquidités existantes dans Harwanne, elle estime que le prix offert n'est pas équitable et n'offre pas une porte de sortie convenable aux actionnaires dans le cadre de cette offre obligatoire. Serdac sollicite un délai supplémentaire dès réception de ces deux rapports complémentaires pour compléter son opposition.

#### F.

Amber requiert également qu'une évaluation des actions Harwanne soit effectuée, car elle considère que celles-ci ne sont pas liquides au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA. Les arguments développés par Amber sont similaires à ceux de Serdac sur ce point. Elle sollicite en outre la production d'un courrier faisant état d'une offre potentielle d'un investisseur et souhaite interroger MMA sur ses agissements avec Financière Pinault SCA et Mme Régine Siret et sur une éventuelle participation qu'elle aurait détenue dans Afipa S.A. (qui détenait 59% des droits de vote dans Harwanne jusqu'à la fusion de ces sociétés en juin 2008).

#### G.

Les parties ont été invitées à prendre position sur les oppositions.

#### H.

Dans sa prise de position du 12 mars 2009, Harwanne se déclare d'accord avec les oppositions de Serdac et Amber. Elle indique qu'elle a contribué à hauteur de 68% au volume total des transactions sur les actions Harwanne durant la période VWAP. Elle estime que les actions Harwanne ont historiquement toujours été peu liquides et que le cours boursier est resté relativement éloigné de la valeur de ses actifs nets.

#### I.

Dans sa prise de position du 12 mars 2009, MMA conclut au rejet des oppositions. Elle estime que la liquidité des actions Harwanne est suffisante et qu'il n'y a pas lieu de procéder à leur évaluation. Les actions ont été régulièrement échangées depuis la fusion de Harwanne avec Afipa SA et Holdivar SA en juin 2008. Elle indique qu'elle n'agit pas de concert avec Harwanne, dont elle ne détenait que 20.14 % des droits de vote jusqu'à l'exécution des contrats d'achat des 27 et 28 janvier 2009. Elle indique également ne pas agir de concert avec les actionnaires qui lui ont vendu ces paquets d'actions. Elle se prononce contre un examen spécifique de l'organe de contrôle sur ce point. Selon elle, rien n'indique que le marché ait été manipulé durant la période VWAP. S'agissant de l'évaluation de la liquidité des actions, MMA estime que ni les volumes de transaction ni le nombre de transactions effectuées ne sont déterminants en l'espèce. En outre, MMA est d'avis qu'il n'existe en l'espèce aucune circonstance exigeant que la Commission fasse application de l'art. 45 OBVM-FINMA. MMA dépose enfin une lettre du 12 février 2009, adressée à M. Michel Lapierre. Cette lettre fait état d'une acquisition potentielle par un investisseur de la



participation de MMA dans Harwanne en vue de présenter elle-même une offre sur Harwanne. Le dépôt de cette lettre donne suite à la conclusion prise par Amber à ce sujet.

**J.**

Harwanne a publié le rapport de son conseil d'administration le vendredi 13 mars 2009 au soir, sur son site internet. Elle a transmis une version abrégée du rapport aux médias électroniques et a informé la Commission qu'elle envisageait de procéder à une publication dans la presse dès que possible (selon toute vraisemblance le mercredi 18 mars 2009). Le même jour, elle a publié un communiqué de presse portant sur ses résultats pour l'année 2008.

**K.**

Une délégation de la Commission des OPA formée de M. Luc Thévenoz (président) et de Mmes Susanne Haury von Siebenthal et Regina Kiener a été constituée pour se prononcer sur l'offre.

—

## **Droit**

### **1. Recevabilité des oppositions**

[1] Selon l'art. 58, al. 1, let. a, OOPA, un actionnaire qualifié qui n'a pas participé à la procédure peut former opposition contre la première décision relative à une offre publiée avant ou simultanément avec le prospectus dans les cinq jours de bourse suivant cette publication. Un actionnaire est considéré comme qualifié lorsqu'il prouve détenir au minimum 2 % des droits de vote, exerçables ou non, de la société visée. Cette participation doit être détenue, dans les procédures relatives à l'examen de l'offre, dès la publication de l'annonce préalable ou, à défaut, du prospectus (art. 56 OOPA).

[2] Les oppositions ont été reçues par la Commission des OPA par email et par fax le 10 mars 2009. Le délai d'opposition fixé à l'art. 58, al. 1, let. a, OOPA est par conséquent respecté.

[3] Bien qu'ayant requis la qualité de partie à la procédure avant la publication de la décision 403/01 du 26 février 2009 (considérants B et C), les opposantes n'ont pas été entendues avant le prononcé de celle-ci et ont donc la possibilité de former opposition.

[4] Les opposantes ont chacune démontré détenir une participation de plus de 2 % des droits de vote de Harwanne au jour précédant la publication de l'annonce préalable. Les oppositions sont recevables. La Commission met donc à néant sa décision 403/01 du 26 février 2009 et doit statuer à nouveau sur la conformité du prospectus à la loi sur les bourses.

—

### **2. Evaluation de l'action Harwanne**

[5] Les opposantes remettent en question l'application du cours de bourse dans la détermination du prix minimum de l'offre (consid. 4.2.1 de la décision 403/01). La liquidité des actions



Harwanne est déterminante au regard de l'art. 40 OBVM-FINMA. Si le titre est considéré comme liquide, le cours moyen des transactions en bourse des 60 jours de bourse précédant la publication de l'annonce préalable (VWAP) est une composante du prix minimum. Selon l'art. 40, al. 4 OBVM-FINMA, si les titres de participation cotés ne sont pas liquides, l'organe de contrôle doit procéder à leur évaluation.

[6] Le critère de la liquidité mentionné à l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA a été précisé dans la communication n° 2 de la Commission des OPA, selon laquelle un titre n'est "*considéré comme liquide que si il a été négocié pendant au moins 30 jours durant la période de 60 jours de bourse précédant la publication de l'offre ou l'annonce préalable*". La communication n° 2 indique que "*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*". Il y a lieu de déterminer s'il doit être fait usage de cette réserve en l'espèce.

[7] La décision 403/01 a constaté que l'action Harwanne a été échangée durant 47 jours de bourse au cours de la période de 60 jours de bourse précédant la publication de l'annonce préalable. Elle a fait application du critère formel fixé à la communication n° 2. Au vu des éléments nouveaux apportés par les opposantes, la Commission estime nécessaire de procéder au réexamen de cette question.

## 2.1 Faibles volumes - achats par Harwanne

[8] La moyenne quotidienne des échanges sur les actions Harwanne au cours de la période VWAP est d'environ 21'000 actions. Le VWAP de l'action Harwanne étant de CHF 2.38, le volume moyen quotidien en fonction du prix est d'environ CHF 49'980. Durant 39 jours de bourse, moins de 10'000 actions Harwanne ont été échangées. Durant 28 jours de bourse, moins de 5000 actions Harwanne ont été échangées.

[9] En outre, il faut tenir compte du fait que Harwanne s'est portée acquéreuse de 860'019 des 1'254'292 actions Harwanne qui ont été échangées durant la période VWAP, ce qui représente 68.57 % du volume total. Si l'on fait abstraction des acquisitions effectuées par Harwanne, le volume moyen quotidien pour la période VWAP se monte à 6'571 actions, représentant 0.012 % des actions Harwanne et un volume moyen en fonction du prix de CHF 15'638.

[10] Il en découle que les volumes échangés par des personnes totalement indépendantes de l'offrante et de la société visée ont été très faibles durant cette période.

## 2.2 Activité de Harwanne

[11] Harwanne est une société de participations qui publie ses comptes de manière semestrielle. Les derniers comptes publiés remontent au 30 juin 2008. Les comptes au 31 décembre 2008 devraient, selon Harwanne, être publiés le 24 mars 2009.



[12] Au 30 juin 2008, Harwanne détenait CHF 206 millions sous formes de liquidités et CHF 42 millions sous forme d'immobilisations financières (correspondant à trois participations minoritaires dans les sociétés Apem, Acofi et Ileos). Ses fonds étrangers se montaient à environ CHF 14 millions. Les chiffres au 31 décembre 2008 ont été rendus publics par la publication d'un communiqué de presse le 13 mars 2009 (considérant J).

[13] Contrairement à une société d'investissement, qui publie régulièrement la valeur nette de ses actifs (*net asset value*, NAV), et en dehors du communiqué de presse du 13 mars 2009, Harwanne n'a pas fourni d'informations au marché depuis la publication des comptes semestriels en date du 16 septembre 2008. A cette date, un communiqué de presse du conseil d'administration a indiqué qu'il étudiait "*dans une optique de grande prudence, les différentes possibilités offertes par l'importante trésorerie du Groupe*". Au vu de cette absence d'informations transmises au marché pendant une période de crise financière où toutes les valorisations sont fondamentalement remises en question, on doit s'interroger sur la représentativité des cours boursiers résultant de transactions en d'aussi faibles volumes.

### 2.3 Nécessité d'évaluer les actions Harwanne en l'espèce

[14] Les règles sur le prix minimum visent à garantir l'effectivité du droit de sortie des actionnaires en cas d'offre publique obligatoire et à instaurer une certaine égalité de traitement entre eux. Le prix minimum est composé de deux éléments distincts : le prix ne doit pas être inférieur à 75 % du prix le plus élevé payé par l'offrant au cours des douze derniers mois (art. 32, al. 4, LBVM) et doit en outre correspondre à la valeur boursière des titres (art. 40 OBVM-FINMA). La décision 403/01 a constaté que le premier de ces deux critères était rempli en l'espèce, ce qui n'est nullement contesté par les opposantes.

[15] L'art. 40 OBVM-FINMA dispose que le prix de l'offre doit correspondre au minimum au cours de bourse pour chaque catégorie de titres de participation. Le cours de bourse est défini à l'art. 40, al. 2, OBVM-FINMA. Ce système ne fonctionne cependant que lorsque la liquidité du titre est suffisante pour que le prix qui se forme sur le marché boursier soit représentatif de la valeur de la société. Dans sa communication n° 2, la Commission a énoncé un critère simple, mais relativement grossier, pour déterminer si le marché des titres de la société visée est suffisamment liquide pour que le cours de bourse soit pris en considération pour le prix minimum.

[16] En l'espèce, l'ensemble des éléments mentionnés plus haut amène la Commission à s'écarter du critère énoncé dans la communication n° 2. En premier lieu, les volumes échangés au cours de la période VWAP sont particulièrement faibles, ce qui est d'autant plus frappant si l'on fait abstraction des rachats d'actions propres par Harwanne elle-même, qui y contribuent pour plus de 68 % des volumes. En deuxième lieu, il convient de tenir compte de la nature très particulière du bilan et de l'activité de Harwanne, une société de participation dont environ 82% des actifs au 30 juin 2008 consistaient en des liquidités. A cela s'ajoute l'absence totale de communication depuis la publication de ces résultats intermédiaires, ce qui, dans une crise financière majeure, ne permet pas une formation des cours boursiers qui reflète de manière fiable la valeur de la société.



[17] En présence de ces circonstances particulières envisagées dans la Communication n° 2, la Commission retient que les titres de participation visés par l'offre n'étaient pas liquides avant la publication de l'offre, de sorte que l'organe de contrôle devra procéder à leur évaluation (art. 40, al. 4, OBVM-FINMA).

[18] L'évaluation d'une société de participation telle qu'Harwanne ne paraît pas présenter de difficultés particulières de sorte que l'offrante disposera d'un délai de dix jours de bourse pour faire établir un rapport d'évaluation des actions Harwanne, qu'elle remettra à la Commission des OPA jusqu'au 31 mars 2009 au plus tard. Le rapport d'évaluation sera simultanément transmis par MMA aux autres parties à la procédure.

### 3. Autres conclusions des opposantes

[19] La Commission des OPA donnant suite à la conclusion principale prise par les opposantes, il n'est pas nécessaire de charger l'organe de contrôle de procéder à l'examen d'une éventuelle manipulation de la liquidité des actions Harwanne durant la période VWAP.

[20] La lettre requise par Amber (considérant F) faisant état d'un éventuel investisseur intéressé dans Harwanne a été déposée au dossier par MMA, donnant suite à cette demande. Cette lettre ne contient pas d'éléments de nature à influencer le traitement de l'opposition.

[21] La Commission estime qu'il n'y a pas lieu de donner suite aux conclusions des opposantes visant à obtenir des informations complémentaires de MMA (considérant F). En premier lieu, l'annonce de publicité des participations de MMA dans la *Feuille officielle suisse du commerce (FOSC)* du 28 août 1998 fait état d'une participation de 106'750 actions "B" au porteur d'une valeur nominale de CHF 100 (FOSC du 28 août 1998). Compte tenu de la division de la valeur nominale des actions effectuée en juin 2008 (FOSC du 24 juin 2008), il apparaît que la participation de MMA dans Harwanne est restée identique avant et après la fusion avec Afipa SA. L'annonce de publicité des participations publiée dans la FOSC du 30 juin 2008 fait en effet état d'une participation de 10'675'000 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 1. MMA n'a donc reçu aucune action supplémentaire de Harwanne dans le cadre de la fusion avec Afipa SA, ce qui atteste la non-détention par MMA d'actions dans cette société avant la fusion. En outre, les opposantes n'apportent aucun élément pouvant constituer un indice d'une action de concert entre MMA et Financière Pinault SCA et/ou Régine Siret. Notamment, la réserve "*no purchase or sale of securities*" figurant dans les contrats des 27 et 28 janvier 2009 est habituelle dans ce genre de contrat et ne suffit pas, à elle seule, à fonder une action de concert. Il n'y a donc pas lieu d'interroger expressément l'offrante sur ces deux questions.

### 4. Prolongation du délai de carence

[22] Selon le calendrier de l'offre, le délai de carence échoit au 17 mars 2009 et l'offre commence à courir le lendemain.



[23] Comme le rapport d'évaluation visé plus haut est de nature à entraîner une modification du prix minimum, et donc d'un élément essentiel de l'offre formulée par MMA, il n'est pas opportun que les actionnaires de Harwanne puissent être amenés à accepter l'offre avant que sa conformité avec la LBVM ne soit établie. Il y a donc lieu de prolonger le délai de carence de telle sorte qu'une décision puisse être rendue par la Commission à ce sujet.

[24] Conformément à l'art. 14, al. 2, OOPA la Commission décide de prolonger le délai de carence jusqu'au 7 avril 2009.

–

## **5. Complètement de la motivation de Serdac**

[25] Serdac sollicite l'octroi d'un délai complémentaire pour compléter sa motivation, qu'elle qualifie de sommaire.

[26] L'art. 58, al. 3, OOPA se contente d'une motivation sommaire dans le cadre d'une opposition. En outre, l'art. 63, al. 1, OOPA dispose que la procédure est simple et tient compte des délais dans lesquels les décisions sont prononcées. Il n'est dès lors pas nécessaire d'accorder à Serdac un délai pour compléter sa motivation, compte tenu notamment du fait qu'il est fait droit à sa conclusion principale. Les parties auront en outre la possibilité de s'exprimer sur le rapport d'évaluation lorsqu'il aura été rédigé.

–

## **6. Rapport du conseil d'administration de Harwanne**

[27] Lorsqu'il n'est pas publié dans le prospectus, le rapport du conseil d'administration de la société visée doit être publié au plus tard le quinzième jour de bourse suivant la publication du prospectus. Le rapport ainsi que son éventuelle version abrégée doivent être communiqués à la Commission et à au moins deux fournisseurs d'informations financières (art. 33, al. 2 et 4, OOPA).

[28] Le 13 mars 2009, Harwanne a publié le rapport de son conseil d'administration sur son site internet et en a transmis une version abrégée aux fournisseurs d'informations financières (considérant J). Elle n'a pour l'heure pas procédé à la publication dans les journaux exigée par l'art. 33, al. 2, OOPA.

[29] Harwanne devra donc publier sans délai le rapport de son conseil d'administration (ou sa version abrégée) dans les journaux où l'offre a paru, en français et en allemand. La Commission des OPA examinera la conformité du rapport au droit des OPA dans le cadre d'une décision ultérieure.

–

–

–



## 7. Retrait de l'effet suspensif

[30] Un éventuel recours contre la présente décision ne doit pas avoir pour effet que l'offre commence à courir avant qu'il n'ait été constaté qu'elle est conforme à la LBVM. Ainsi, autant la prolongation du délai de carence que l'injonction faite à l'offrant de faire établir un rapport d'évaluation doivent être exécutoires nonobstant un recours éventuel.

[31] En application de l'art. 55, al. 2, PA, la Commission retire par conséquent l'effet suspensif d'un éventuel recours contre la présente décision.

—

## 8. Publication

[32] La modification du calendrier de l'offre constitue une modification du prospectus et doit être publiée conformément aux articles 15, al. 2, 18, al. 1 et 3, OOPA.

[33] Il incombe à MMA de procéder à la publication de cette modification dans les journaux dans lesquels le prospectus a été publié en respectant au surplus les exigences de l'art. 18, al. 1 et 3, OOPA. La publication doit intervenir au plus tard le 17 mars 2009. Le prospectus ayant été publié conformément à l'art. 18, al. 2, OOPA, la modification du prospectus doit également être publiée à la même adresse internet à laquelle le prospectus complet est publié, en allemand et en français.

[34] La présente décision sera publiée sur le site internet de la Commission en date du 17 mars 2009.

—



**La Commission des OPA décide :**

1. Les oppositions formées par Serdac SA et Amber Master Fund (Cayman) SPC sont recevables.
2. La décision 403/01 du 26 février 2009 est annulée.
3. MMA VIE SA fera évaluer par l'organe de contrôle les titres de participation visés par l'offre. Le rapport d'évaluation sera remis à la Commission le 31 mars 2009 au plus tard, et transmis simultanément aux autres parties à la procédure.
4. Le délai de carence est prolongé jusqu'au 7 avril 2009.
5. Les autres conclusions des opposantes sont rejetées.
6. MMA VIE SA publiera au plus tard le 17 mars 2009 la modification du calendrier de l'offre et le dispositif de la présente décision, conformément à l'article 18 OOPA, et les reproduira simultanément à la même adresse internet à laquelle le prospectus complet est publié, en allemand et en français.
7. Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA publiera sans délai le rapport de son conseil d'administration dans les deux journaux où l'offre a paru, en français et en allemand.
8. L'effet suspensif d'un éventuel recours est retiré.
9. La présente décision sera publiée sur le site de la Commission des OPA le 17 mars 2009.

Le président :

Luc Thévenoz  
—

**Notification aux parties :**

- MMA VIE SA, représentée par Homburger AG, Dr Frank Gerhard;
- Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA, représentée par Lenz & Staehelin, Dr Jacques Iffland.
- Amber Master Fund (Cayman) SPC, à Grand Cayman (Cayman Islands), représentée par Niederer Kraft & Frey AG, Dr Philippe A. Weber;
- Serdac SA, Genève, représentée par Bär & Karrer AG, Dr Dieter Dubs et Me Eric Stupp.



**Communication :**

- Organe de contrôle (Ernst & Young SA, Zürich).

**Recours (art. 33c de la loi sur les bourses, RS 954.1)**

Un recours contre la présente décision peut être formé dans un délai de cinq jours de bourse auprès de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), Schwanengasse 2, CH - 3003 Berne. Le délai commence à courir le premier jour de bourse suivant la notification de la décision par télécopie ou par courrier électronique. Le recours doit respecter les exigences des art. 33c, al. 2 LBVM et 52 PA (RS 172.021).

—