



## Décision 403/06

du 29 mai 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 – Rapport d'évaluation des actions Harwanne et début du délai d'acceptation de l'offre

### Faits

#### A.

Le 30 janvier 2009, MMA VIE SA (**MMA**) a publié une annonce préalable relative à une offre publique d'acquisition sur les actions au porteur de Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA (**Harwanne**). Le prix offert était de CHF 2.60 par action. MMA a publié le prospectus relatif à cette offre en date du 3 mars 2009.

#### B.

La Commission des OPA (**Commission**) s'est prononcée sur la régularité de l'offre dans sa décision 403/01 du 26 février 2009, laquelle a été annulée et remplacée par la décision 403/02 du 16 mars 2009, suite aux oppositions formées par Amber Master Fund (Cayman) SPC (**Amber**) et Serdac SA (**Serdac**). La Commission a ordonné l'établissement d'un rapport d'évaluation des actions Harwanne et prolongé le délai de carence jusqu'au 7 avril 2009. Elle a retiré l'effet suspensif d'un éventuel recours.

#### C.

Le 23 mars 2009, MMA a déposé un recours contre la décision 403/02 de la Commission. Le 6 avril 2009, la FINMA a rejeté le recours de MMA, confirmé la décision 403/02 de la Commission et fixé à MMA un délai au 15 avril 2009 pour déposer un rapport d'évaluation des actions Harwanne.

#### D.

Le 14 avril 2009, MMA a acquis hors bourse les 5'615'500 actions Harwanne détenues par Amber, à un prix de CHF 3.45 par action. Cette transaction a été annoncée le 15 avril 2009. A partir de cette date, MMA a régulièrement acquis des actions sur le marché, à un prix maximal de CHF 3.45. Les déclarations de transactions ont été régulièrement remises à la Commission et reproduites sur son site internet.

#### E.

Le 15 avril 2009, MMA a déposé un recours auprès du Tribunal administratif fédéral (**TAF**) contre la décision de la FINMA. MMA a conclu à ce que la décision de la FINMA soit annulée et que le délai pour déposer le rapport d'évaluation des actions Harwanne soit prolongé dans le cadre de mesures provisionnelles. MMA a indiqué qu'une motivation complète du recours quant



au fond serait déposée avant l'échéance du délai de recours. Le 28 avril 2009, MMA a déposé la motivation de son recours quant au fond auprès du TAF.

**F.**

Le 15 avril 2009 également, MMA a déposé une demande en reconsidération auprès de la FINMA, argumentant que le dépôt de l'évaluation des actions Harwanne ne devrait pas intervenir avant que la nécessité de ce rapport dans la détermination du prix minimum ne soit définitivement tranchée. Le 29 avril 2009, la FINMA a rejeté la demande en reconsidération déposée le 15 avril 2009 par MMA.

**G.**

Le 16 avril 2009, MMA a acquis hors bourse les 2'190'000 actions détenues par Limmat Capital Alternative Investments AG, à un prix de CHF 3.45 par action. Cette transaction a été annoncée le 17 avril 2009.

**H.**

Le 17 avril 2009, MMA a publié une modification du prospectus d'offre. Le prix de l'offre a été relevé à CHF 3.45, en application de la Best Price Rule (art. 10 OOPA) suite à l'acquisition du paquet d'actions détenues par Amber.

**I.**

Le 27 avril 2009, MMA a acquis hors bourse les 3'505'500 actions détenues par Serdac, à un prix de CHF 3.45 par action. Cette transaction a été annoncée le 28 avril 2009.

**J.**

Le 11 mai 2009, le TAF a rendu une décision incidente et rejeté la requête en mesures provisionnelles formée par MMA. Il a fixé à MMA un délai au 18 mai 2009 pour déposer le rapport d'évaluation des actions Harwanne auprès de la Commission.

**K.**

Le 18 mai 2009, MMA a déposé le rapport d'évaluation rédigé par l'organe de contrôle de l'offre (Ernst & Young SA). Ce rapport évalue le prix de l'action Harwanne à CHF 3.43 au 30 janvier 2009 en retenant une valeur nette d'inventaire de CHF 4.58 par action et une décote de 25 %. La Commission a informé le marché du dépôt du rapport par communiqué de presse du 19 mai 2009.

**L.**

Le 22 mai 2009, Harwanne a déposé sa prise de position relative au rapport d'évaluation, laquelle constate que la valeur d'actifs net par action de CHF 4.58 retenue ne diffère que peu de celle présentée par Harwanne dans ses comptes annuels au 31 décembre 2008 (CHF 4.56), cet écart s'expliquant par une variation de l'état des liquidités entre le 31 décembre 2008 et le 30 janvier 2009 ainsi que par l'acquisition d'actions propres par Harwanne dans le courant du mois de janvier. Harwanne estime que la décote de 25 % appliquée dans le rapport à la valeur d'actifs nets est sujette à appréciation et pourrait être discutée, compte tenu du très important niveau des



liquidités, qui représentent 85 % de l'actif net consolidé de Harwanne au 30 janvier 2009. Etant donné que cette décote a été implicitement acceptée par 69,05 % des actionnaires depuis le 27 janvier 2009 dans leurs transactions avec MMA, Harwanne renonce à ouvrir une telle discussion.

#### **M.**

Le 25 mai 2009, MMA a indiqué que le prix minimum résultant du rapport d'évaluation est à son avis opportun, étant donné qu'il se situe dans la moyenne des prix payés par MMA pour environ 90 % des actions librement disponibles de Harwanne.

#### **N.**

Le 27 mai 2009, l'organe de contrôle a déposé une nouvelle version du rapport d'évaluation des actions Harwanne, légèrement modifié dans son argumentation suite à des remarques formulées par la Commission. Les résultats et les méthodes employées n'ont pas été modifiés. Les parties ont renoncé à s'exprimer sur cette nouvelle version.

#### **O.**

Une délégation de la Commission des OPA formée de M. Luc Thévenoz (président), Mmes Susanne Haury von Siebenthal et Regina Kiener et de M. Thomas Rufert a été constituée pour se prononcer sur le rapport d'évaluation des actions Harwanne et sur le début du délai d'acceptation de l'offre.

–

## **Droit**

### **1. Rapport d'évaluation des actions Harwanne**

[1] Selon l'art. 17, al. 1, OOPA, le prospectus de l'offre doit contenir toutes les informations nécessaires pour permettre aux destinataires de l'offre de prendre une décision en connaissance de cause. La pratique de la Commission exige qu'un rapport d'évaluation indique la ou les méthodes employées pour parvenir au résultat présenté. Les rapports d'évaluation au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA doivent indiquer concrètement les bases sur lesquelles la réflexion a été menée par les experts, notamment les données utilisées, les hypothèses d'évaluation et les paramètres qui y ont été appliqués, ainsi que la façon dont ils ont été calculés (voir recommandation II du 6 octobre 2007 dans l'affaire *Unilabs S.A.*, consid. 2.2.2.7 et les références citées). Contrairement aux avis d'équité, qui ont pour résultat la fixation d'une fourchette de prix permettant aux actionnaires de constater si le prix offert est raisonnable, les rapports d'évaluation doivent se prononcer de manière précise sur la valeur de l'action considérée (voir recommandation du 28 juin 2005 dans l'affaire *Gornergrat Bahn AG*, consid. 4.2.3).

[2] Dans son évaluation, l'organe de contrôle fixe la valeur de l'action Harwanne à CHF 3.43. Pour arriver à ce résultat, il a tout d'abord déterminé la valeur nette d'inventaire (VNI) de Harwanne, qu'il a fixée à CHF 4.58 au 30 janvier 2009. Il a ensuite appliqué une décote de 25 % à la VNI afin de dégager la valeur des actions. Le rapport qualifie Harwanne de société d'investissement fermée; ces sociétés sont généralement évaluées sur la base de leur VNI. Selon le rapport, "la VNI

–

–



correspond à l'ensemble des actifs après déduction des engagements. La VNI est ensuite divisée par le nombre d'actions en circulation". La VNI de Harwanne a été calculée sur la base des comptes annuels 2008 et sur les propres calculs de l'organe de révision au 30 janvier 2009. Les actifs de Harwanne se constituaient à cette date de liquidités à hauteur d'environ CHF 200 millions et de trois immobilisations financières à long terme (participations minoritaires dans les sociétés Ileos, Apem et Acofi, lesquelles ont été incluses dans le calcul de la VNI à leur valeur comptable, dont la plausibilité a été vérifiée). Les autres postes du bilan ont été repris des comptes audités au 31 décembre 2008. Les actions propres détenues par Harwanne ont été déduites du nombre d'actions inscrites au registre du commerce. La méthode d'évaluation choisie par l'organe de révision ainsi que les valeurs retenues apparaissent raisonnables et justifiables.

[3] Le rapport indique qu'il est d'usage de traiter les sociétés de participation avec une décote comparativement à leur VNI. Celle-ci dépend de l'appréciation des experts ayant rédigé le rapport d'évaluation. Selon le rapport, le calcul de la décote se base sur différents critères en l'espèce (déduction de minorité, incidences fiscales, coûts d'agence et mauvaise liquidité). Il effectue en outre une comparaison de la décote de la VNI de sociétés d'investissement fermées. Le rapport tient compte également de la décote moyenne du cours de l'action Harwanne par rapport à sa VNI depuis 2004. En l'espèce, la décote de 25 % apparaît relativement élevée mais est objectivement justifiée par le rapport et peut être considérée comme soutenable. Il n'y a pas de raison de remettre en cause l'appréciation effectuée par les experts dans le cas d'espèce. Le rapport d'évaluation est en conséquence conforme aux exigences de la Commission.

—

## 2. Prix minimum de l'offre

[4] La procédure actuellement pendante devant le TAF doit se prononcer sur la question de la liquidité du marché des actions Harwanne et déterminer si le prix minimum de l'offre doit se baser sur une évaluation de ces actions ou sur le cours de bourse de celles-ci. La réponse qu'apportera le TAF au recours de MMA n'est plus en mesure d'influencer le prix de l'offre, étant donné que le prix augmenté à CHF 3.45 en application de la Best Price Rule est supérieur au résultat apporté par le rapport d'évaluation (CHF 3.43). Le prix offert respecte désormais dans tous les cas les dispositions relatives au prix minimum. Il en aurait été autrement si l'évaluation des actions Harwanne avait abouti à un prix supérieur à CHF 3.45 par action.

—

## 3. Début du délai d'acceptation de l'offre

[5] Les procédures en matière d'offres publiques d'acquisition doivent se dérouler en respectant le principe de célérité au vu notamment de l'incertitude qu'elles laissent planer sur l'acquisition d'une société jusqu'à l'échéance du délai d'offre (art. 63, al. 1, OOPA). En l'espèce, il n'apparaît pas raisonnable d'attendre la fin de la procédure de recours devant le TAF avant de procéder au lancement de l'offre. Il est dans l'intérêt des actionnaires qui n'ont pas encore vendu leurs actions de pouvoir le faire dans un bref délai, raison pour laquelle la Commission décide d'autoriser l'ouverture du délai d'acceptation de l'offre au prix de CHF 3.45 par action. En l'espèce, il n'est ni

—

—



nécessaire ni opportun d'attendre la fin de la procédure de recours devant le TAF puisque celle-ci n'est pas susceptible de modifier le prix de l'offre. En conséquence, reconsidérant sa décision 403/04 du 2 avril 2009 en raison des faits nouveaux, la Commission met fin au délai de carence de sorte que l'offre puisse être acceptée dès la publication d'un complément au prospectus.

[6] MMA publiera un complément au prospectus d'offre, qui résumera le résultat de l'évaluation des actions Harwanne, indiquera le dispositif de la présente décision et fixera le nouveau calendrier de l'offre.

[7] Pour le surplus, la conformité du prospectus d'offre et de ses conditions a été examinée dans la décision 403/01, laquelle a cependant été annulée et remplacée par la décision 403/02. Sous réserve de la fixation du prix minimum, qui a fait l'objet des procédures d'opposition et de recours, les autres éléments du prospectus ont été considérés comme remplissant les exigences de la LBVM. Par conséquent, la Commission se réfère expressément aux considérants 2, 3, 4.1, 5 et 6 de la décision 403/01, lesquels sont confirmés par la présente décision.

–

#### **4. Publication**

[8] La publication du complément au prospectus doit intervenir le mercredi 3 juin 2009 au plus tard et doit être effectuée conformément à l'art. 18 OOPA. Outre les éléments mentionnés au considérant 3 (chiffre marginal 6), le complément au prospectus doit indiquer l'adresse internet exacte à laquelle le rapport d'évaluation peut être consulté gratuitement en français et en allemand, ainsi que l'indication de l'endroit où il peut être obtenu rapidement et sans frais.

[9] La présente décision sera publiée sur le site internet de la Commission le jour de la publication du complément au prospectus. Le rapport d'évaluation des actions Harwanne sera reproduit sur le site internet de la Commission à la même date.

–

#### **5. Rapport du conseil d'administration**

[10] Conformément à l'art. 34, al. 1, OOPA, le conseil d'administration de Harwanne publiera un rapport dans lequel il s'exprimera notamment sur le rapport d'évaluation et le nouveau calendrier de l'offre. Ce rapport devra être publié dans les huit jours de bourse suivant la publication du complément au prospectus. Le rapport devra être publié dans au moins deux des journaux où l'offre a paru, en français et en allemand. Simultanément à sa publication dans les journaux, il devra être transmis à la Commission et à au moins deux fournisseurs d'informations financières. Enfin, Harwanne reproduira le rapport sur son site internet.

–

–

–



## 6. Perte de la qualité de partie des actionnaires qualifiés

[11] Les actionnaires Amber et Serdac ayant vendu à MMA la totalité des actions Harwanne qu'ils détenaient (considérants D et I), ils ont perdu la qualité de partie à la présente procédure au moment de la conclusion des contrats de vente (le 14 avril 2009 pour Amber et le 27 avril 2009 pour Serdac), conformément à l'art. 33b, al. 3 LBVM en relation avec les art. 56 et 57 OOPA.

—

## 7. Emolument

[12] La décision 403/01 ayant été annulée, l'émolument dû par MMA doit être à nouveau fixé. L'émolument est calculé proportionnellement au montant de l'offre. Il est de 0.50 pour mille jusqu'à une valeur de l'offre de CHF 200 millions. En l'espèce, l'émolument est calculé en prenant en considération le prix de l'offre présentée par MMA, compte tenu de nombre d'actions visées par l'offre lors de sa publication. Le prix offert par action ayant été fixé à CHF 3.45, le montant de l'offre est de CHF 68'717'765. En application de l'art. 69, al. 2 et 3 OOPA, l'émolument à la charge de l'offrant est fixé à CHF 34'358.

—



**La Commission des OPA décide :**

1. L'offre de MMA sur les actions au porteur de Harwanne pour un prix par action de CHF 3.45 est conforme à la loi sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995.
2. MMA publiera le 3 juin 2009 au plus tard un complément au prospectus d'offre. Ce complément résumera le résultat de l'évaluation des actions Harwanne, indiquera le dispositif de la présente décision, fixera le nouveau calendrier de l'offre et indiquera l'adresse internet exacte à laquelle le rapport d'évaluation peut être consulté gratuitement en français et en allemand, ainsi que l'indication de l'endroit où il peut être obtenu rapidement et sans frais.
3. Le délai de carence prendra fin le jour de la publication du complément au prospectus d'offre.
4. Harwanne publiera un rapport de son conseil d'administration dans les huit jours de bourse suivant la publication du complément au prospectus.
5. Amber et Serdac ne détenant plus d'actions Harwanne, ils ne sont plus parties à la procédure.
6. La présente décision sera publiée sur le site internet de la Commission le jour de la publication du complément au prospectus d'offre.
7. L'émolument à charge de MMA est fixé à CHF 34'358.

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.

**Communication :**

- Tribunal administratif fédéral;
- FINMA;
- 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).

—