



## Décision 468/05

du 17 mai 2011

Offre publique d'achat de **M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A.** aux actionnaires de **Genolier Swiss Medical Network SA** – Rapport du conseil d'administration et Fairness Opinion

### Faits:

#### A.

Par décision du 6 avril 2011, le Comité des offres publiques d'acquisition de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (**FINMA**) s'est prononcé sur les recours déposés par Alain Fabarez et Michael Schroeder à l'encontre de la décision 468/03 de la Commission des OPA (**Commission**) du 10 mars 2011 (**décision FINMA**), dans le cadre de l'offre publique d'achat de M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A. (**MRSI**) aux actionnaires de Genolier Swiss Medical Network SA (**GSMN**). Les quatre premiers points du dispositif de la décision FINMA ont la teneur suivante :

1. *Les recours formés par Alain Fabarez et Michael Schroeder sont partiellement admis.*
2. *Genolier Swiss Medical Network SA doit mandater un tiers particulièrement qualifié, indépendant de l'offrante, de la société visée et des personnes agissant de concert avec elle pour établir une « Fairness Opinion » dont l'objet consistera à prendre position sur l'offre et à s'assurer que les informations données par la société visée sont exactes et complètes. Le rapport du conseil d'administration sera modifié de manière à inclure la « Fairness Opinion » et, le cas échéant, toutes autres informations afin qu'il soit exact et complet au sens de l'art. 29 al. 1 LBVM.*
3. *M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments SA publiera, sur le site internet où elle a publié les autres documents de l'offre, un complément au prospectus d'offre incluant le rapport modifié de la société visée et la « Fairness Opinion ».*
4. *Pour le surplus, la décision 468/03 de la Commission des offres publiques d'acquisition du 10 mars 2011 est confirmée et toute autre conclusion est rejetée.*

#### B.

Le 2 mai 2011, GSMN a formé recours contre la décision de la FINMA du 6 avril 2011 auprès du Tribunal administratif fédéral.

#### C.

Mandatée par GSMN, BDO AG (**BDO**) a remis à la Commission un projet de Fairness Opinion. GSMN a soumis un projet de complément au rapport du conseil d'administration, sur lequel BDO a pris position. Enfin, MSRI a soumis à la Commission un complément au prospectus d'offre. Les parties ont été invitées à s'exprimer sur ces documents.



#### **D.**

Le 9 mai 2011, Alain Fabarez a conclu au rejet de la Fairness Opinion de BDO et du rapport du conseil d'administration de GSMN. Le même jour, Michael Schroeder a critiqué la manière dont la prise de position de BDO relative au rapport du conseil d'administration a été réalisée et demandé qu'elle soit complétée afin d'être transparente, plausible et compréhensible, notamment suite à des entretiens avec au moins un expert indépendant ainsi qu'avec Hans-Reinhard Zerkowski et lui-même. Il a en outre requis que la prise de position soit intégrée à la Fairness Opinion. Michael Schroeder a sollicité la publication d'un nouveau rapport intégral du conseil d'administration en lieu et place du complément proposé par GSMN et la correction d'erreurs dans la Fairness Opinion. Il a demandé la possibilité de participer aux discussions de la Commission avec les parties et l'auteur de la Fairness Opinion et l'octroi d'un nouveau délai pour prendre position sur les documents qui seront modifiés. Dans la mesure nécessaire, les arguments des actionnaires qualifiés seront pris en considération dans la présente décision.

#### **E.**

Le 11 mai 2011, GSMN, MRSI et BDO ont déposé leurs déterminations.

#### **F.**

Une délégation de la Commission composée de Luc Thévenoz (président), Susan Emmenegger et Thierry de Marignac a été constituée pour se prononcer.

—

### **Droit:**

#### **1. Procédure**

[1] Le recours de GSMN à l'encontre de la décision de la FINMA du 6 avril 2011 n'a pas d'effet suspensif (art. 33d al. 2 LBVM). Cette décision est dès lors immédiatement exécutoire.

[2] La Commission doit se prononcer sur la conformité des documents mentionnés au considérant D avec les exigences de la LBVM. En outre, étant donné que la décision 468/04 du 23 mars 2011 a prolongé le délai d'acceptation de l'offre jusqu'à nouvel avis, la Commission doit fixer un nouveau calendrier.

—

#### **2. Fairness Opinion**

##### **2.1 Indépendance de BDO**

[3] Alain Fabarez a remis en question l'indépendance de BDO, invoquant des liens entre cette entreprise de révision, l'organe de révision de GSMN et d'autres personnes liées à GSMN.

—  
—  
—



[4] L'art. 30 al. 6 OOPA dispose que le tiers mandaté pour établir une Fairness Opinion doit être particulièrement qualifié et indépendant de l'offrant, de la société visée et des personnes agissant de concert avec eux.

[5] BDO est une entreprise de révision agréée par la FINMA et peut donc être considérée comme particulièrement qualifiée au sens de l'art. 30 al. 6 OOPA.

[6] Le chiffre 3 de la Circulaire COPA n° 3 du 25 juin 2010 relative au contrôle des OPA, concernant la question de l'indépendance de l'organe de contrôle, peut être appliqué par analogie à l'auteur d'une Fairness Opinion. BDO a fourni les informations exigées des organes de contrôle lors de la vérification de leur indépendance. BDO a expliqué qu'elle ne fournissait aucune prestation à l'offrant, la société visée ou aux personnes agissant de concert avec elles, que ce soit dans le cadre de l'OPA ou en dehors. Aucun élément ne permet de remettre ces affirmations en cause. Ainsi, BDO jouit de l'indépendance requise pour rédiger la Fairness Opinion exigée par la décision FINMA. Les arguments d'Alain Fabarez sont par conséquent rejetés.

## 2.2 Contenu

[7] L'art. 30 al. 5 OOPA dispose qu'une Fairness Opinion doit exposer les bases et la méthode d'évaluation ainsi que les paramètres utilisés. L'auteur d'une Fairness Opinion dispose d'un large pouvoir d'appréciation, analogue à celui qui est reconnu aux auteurs de rapports d'évaluation au sens de l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA (voir décision FINMA, chiffre 74 ; arrêt du TAF du 30 novembre 2010 dans l'affaire *Quadrant AG*, B 5272/2009, consid. 7.3 ; décision 467/01 du 28 janvier 2011 dans l'affaire *Feintool International Holding AG*, consid. 5.2). Ce large pouvoir d'appréciation inclut le choix de la méthode employée, les hypothèses d'évaluation et les bases sur lesquelles l'analyse est fondée.

[8] La Fairness Opinion rédigée par BDO établit la valeur d'une action GSMN en date du 20 janvier 2011 entre CHF 17.50 et CHF 19.40. Pour mémoire, le prix offert par MRSI se monte à CHF 19.00 par action alors que le prix minimum de l'offre est de CHF 17.10, ainsi qu'il résulte du rapport d'évaluation rédigé par l'organe de contrôle, résultat confirmé par la décision 468/01 du 10 février 2011 et par la décision de la FINMA du 6 avril 2011.

[9] BDO a utilisé trois méthodes d'évaluation, en premier lieu la méthode du Discounted Cash Flow (méthode DCF), l'analyse de sociétés comparables cotées en bourse (méthode Trading Multiples) et l'analyse de transactions comparables (méthode Transaction Multiples). Elle a également effectué une analyse de l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés.

[10] Michael Schroeder critique dans sa prise de position le travail réalisé par BDO. Il a soumis un rapport de la société IFBC, mandatée par lui, et fait valoir plusieurs griefs.

[11] BDO a pris position et répondu aux arguments présentés par Michael Schroeder. Ses réponses sont transparentes, plausibles et compréhensibles. Comme indiqué plus haut, BDO dispose d'un large pouvoir d'appréciation dans le cadre de son évaluation. Les arguments présentés par Mi-



chael Schroeder portent sur des points qui relèvent du pouvoir d'appréciation et qui ne sont pas de nature à invalider la Fairness Opinion. Ils sont par conséquent rejetés, à l'exception des trois corrections factuelles qui ont été admises par BDO dans sa prise de position du 11 mai 2011.

[12] Pour le surplus, la Fairness Opinion décrit de manière transparente, plausible et compréhensible les bases et les méthodes d'évaluation ainsi que les paramètres utilisés. Elle est dès lors conforme aux exigences de l'art. 30 al. 5 OOPA.

—

### **3. Complément au rapport du conseil d'administration**

[13] Le conseil d'administration de GSMN a rédigé un complément à son précédent rapport du 9 février 2011 et publié dans le prospectus d'offre du 11 février 2011. Au surplus, le complément confirme ledit rapport sur tous les points qui ne font pas l'objet d'une modification ou d'un complément. BDO a attesté que les informations contenues dans le rapport du conseil d'administration ainsi complété sont exactes et complètes au sens de l'art. 29 LBVM.

[14] Michael Schroeder considère que le rapport du conseil d'administration du 9 février 2011 et le complément rédigé à la suite de l'établissement de la Fairness Opinion contiennent des erreurs qui doivent être corrigées. Il fait tout d'abord valoir une liste d'erreurs identique à celle qu'il avait formulée dans son opposition du 18 février 2011 avant d'indiquer les éléments du complément au rapport qui sont à son avis erronés.

[15] BDO a pris position sur les erreurs invoquées et conclut à ce que deux informations soient modifiées dans le complément au rapport. S'agissant des erreurs qui avaient déjà été invoquées durant la procédure d'opposition, elles portent sur des questions de formulation d'éléments de fait particuliers qui n'ont pas d'influence essentielle sur la teneur des affirmations du conseil d'administration. BDO relève que les points critiqués par Michael Schroeder ont déjà été examinés par la Commission puis par la FINMA et qu'ils ne devraient donc pas entraîner de nouvelle modification du rapport.

[16] Compte tenu du complément au rapport et de l'attestation rédigée par BDO, la Commission retient que le rapport du conseil d'administration remplit les exigences de l'art. 29 al. 1 LBVM, pour autant que le conseil d'administration donne suite aux deux corrections de détail sollicitées par Michael Schroeder et qui ont été admises par BDO dans sa prise de position du 11 mai 2011. Pour le surplus, les corrections demandées par Michael Schroeder sont rejetées, dès lors qu'elles avaient déjà été formulées dans son opposition du 17 février 2011 et que la Commission les avait rejetées dans sa décision 468/03 du 10 mars 2011, considérant 5.

#### **3.1 Publication sous forme de complément**

[17] Michael Schroeder objecte que la publication d'un simple complément au rapport n'est pas admissible étant donné qu'elle ne présente pas la vision du conseil d'administration de manière compréhensible et conduit à des incohérences au niveau du contenu. Il estime que les principes



de transparence et de loyauté du droit des OPA exigent que le rapport du 9 février 2011 soit annulé et qu'un nouveau rapport complet et correct soit publié.

[18] La décision de la FINMA exige que le rapport du conseil d'administration soit modifié de manière à inclure la Fairness Opinion et, le cas échéant, toute information afin qu'il soit exact et complet (décision FINMA, chiffre 2 du dispositif). Le conseil d'administration dispose ici d'une certaine liberté, en ce sens qu'il doit lui être laissé la possibilité de confirmer les éléments du rapport du 9 février 2011 qui ne doivent pas être modifiés et de publier uniquement un complément à ce document, dans lequel les modifications et corrections seront apportées. Les destinataires de l'offre ne sont pas désavantagés par ce procédé. Etant donné que le rapport du conseil d'administration du 9 février 2011 a été publié, il n'est pas nécessaire de répéter les éléments de ce document jugés conformes à la LBVM. En outre, lorsqu'un conseil d'administration est appelé à publier de nouvelles informations en raison de son devoir de tenir son rapport à jour (*Nachführungspflicht*), la publication de compléments au sens de l'art. 33 al. 5 OOPA est suffisante sans qu'il ne doive publier à nouveau l'intégralité de son rapport initial (recommandation 384/03 du 18 novembre 2008 dans l'affaire *sia Abrasives Holding AG*, consid. 7.4). La publication d'un complément indiquant clairement les modifications et compléments apportés au rapport du 9 février 2011 respecte donc les exigences de transparence et de loyauté du droit des OPA. Cette structure peut être admise.

### 3.2 Attestation de BDO

[19] Telle qu'ordonnée par la FINMA, l'objet de la Fairness Opinion « *consistera à prendre position sur l'offre et à s'assurer que les informations données par la société visées sont exactes et complètes* » (décision FINMA, chiffre 2 du dispositif). La FINMA ne donne pas d'autres indications sur le type d'examen qui doit être effectué ni sur la forme que doit revêtir l'attestation attendue de l'auteur de la Fairness Opinion.

[20] Dans un document matériellement et chronologiquement distinct de sa Fairness Opinion, BDO a pris position sur le complément du rapport du conseil d'administration et sur le rapport ainsi complété. En substance, BDO explique avoir vérifié le contenu du rapport et de son complément dans le but d'en établir l'exhaustivité formelle et d'identifier les indications fausses d'importance majeure résultant de fraudes ou d'erreurs. Elle a discuté des résultats de ces vérifications et de son appréciation avec des représentants du conseil d'administration. En conclusion, BDO fournit une assurance de type négatif en indiquant qu'elle n'a pas constaté d'éléments qui lui permettraient de constater que le complément au rapport, et donc le rapport complété en lui-même ne sont pas exhaustifs et exacts selon les dispositions de la LBVM et de ses ordonnances. Son appréciation se base uniquement les éléments de fait et les informations qui peuvent être objectivement vérifiés et qui ne découlent pas d'une appréciation subjective du conseil d'administration.

[21] Michael Schroeder critique ce procédé. Il estime tout d'abord que l'attestation de BDO devrait figurer dans la Fairness Opinion et ne pas constituer un document séparément adressé à la Com-



mission. Son contenu devrait en outre respecter les exigences du droit des OPA en matière de transparence et de plausibilité (*Nachvollziehbarkeit*). Il exige que le rapport ne soit pas uniquement examiné sur un plan objectif mais que les estimations subjectives du conseil d'administration soient également analysées. Il estime que BDO n'a pas rempli la tâche confiée par la FINMA en fournissant une assurance négative et en indiquant que le conseil d'administration restait lui-même responsable pour le contenu du rapport. BDO aurait dû prendre contact avec des experts externes et indépendants et ne pas se contenter de communiquer avec des représentants du conseil d'administration.

[22] Le contenu du rapport du conseil d'administration est réglé aux art. 30 ss OOPA. Contrairement au prospectus d'offre, qui fait l'objet d'une vérification par l'organe de contrôle qui s'ajoute à celui de la Commission (art. 27 al. 1 let. a OOPA), le contenu du rapport du conseil d'administration n'est vérifié que par la Commission (TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, *Öffentliche Kaufangebote*, 2. Auflage, Zurich 2010, p. 330). L'exigence supplémentaire de la FINMA s'explique par les circonstances particulières liées à l'offre publique d'acquisition sur GSMN, notamment l'historique des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration ; elle a pour but de fournir une attestation supplémentaire aux destinataires de l'offre. En l'absence de précédent permettant de définir précisément le contrôle demandé à l'auteur de la Fairness Opinion, il y a lieu de considérer que BDO dispose ici d'un pouvoir d'appréciation au moins analogue à celui qui est reconnu aux organes de contrôle au sens de l'art. 25 LBVM.

[23] Un parallèle peut être fait entre l'exigence formulée par la FINMA et la tâche incombant à l'organe de contrôle d'une offre dans le cadre de l'examen de l'exhaustivité et de l'exactitude du prospectus. A ce sujet, la Norme d'audit suisse NAS 880 (Contrôle des offres publiques d'acquisition) dispose expressément que l'organe de contrôle fournit dans son rapport une assurance négative « *s'agissant de l'intégralité et de l'exactitude du prospectus de l'offre* » (NAS 880, chiffre 41). Si l'on applique ces exigences par analogie au contrôle du rapport du conseil d'administration, il apparaît qu'une assurance négative est suffisante pour garantir le caractère complet et exact du rapport du conseil d'administration.

[24] En outre, il ne peut être attendu de l'attestation de BDO qu'elle se prononce sur les appréciations subjectives du conseil d'administration. Son contrôle se limite à juste titre aux éléments objectivement vérifiables du rapport et qui sont déterminants du point de vue du droit des OPA. Les affirmations subjectives du conseil d'administration sont des jugements de valeur qui relèvent de sa seule responsabilité.

[25] S'agissant de la forme que doit prendre le contrôle du rapport, la FINMA indique qu'il doit faire partie de la Fairness Opinion (décision FINMA, chiffre 67). La Fairness Opinion est une analyse économique et financière de l'offre adressée au conseil d'administration et, indirectement, aux actionnaires. Le contrôle du contenu du rapport a une autre composante et a pour but de vérifier que le contenu formel du rapport est complet, et que les informations livrées sont exactes. Contrairement à la Fairness Opinion, l'attestation de BDO ne s'adresse pas au conseil d'administration mais bien plus aux autorités et au travers d'elles aux destinataires de l'offre. Il se



justifie donc qu'un document séparé soit rédigé, lequel sera publié selon les mêmes modalités que la Fairness Opinion.

[26] En l'espèce, BDO atteste, par une assurance négative, que le contenu du rapport du conseil d'administration est complet et exact. BDO confirme ainsi que le conseil d'administration a accepté d'introduire dans son rapport les corrections et ajouts nécessaires afin que celui-ci puisse être qualifié de complet et exact. Ce faisant, cette attestation est conforme aux exigences de la FINMA.

—

#### **4. Complément au prospectus d'offre et calendrier de l'offre**

[27] La décision de la FINMA exige la publication d'un complément au prospectus incluant le rapport modifié de la société visée et la Fairness Opinion.

[28] Le projet de MRSI n'appelle pas de commentaires, si ce n'est une adaptation du calendrier de l'offre tenant compte de la date de notification de la présente décision et de la publication du complément. Conformément à l'art. 15 al. 4 OOPA, l'offre devra rester ouverte 10 jours de bourse dès cette publication.

—

#### **5. Publication**

[29] La modification du prospectus doit être publiée conformément aux articles 15 al. 2 et 18 al. 1 et 3 OOPA.

[30] Le complément au rapport du conseil d'administration doit être publié selon les règles de l'art. 33 OOPA. L'attestation de BDO sera publiée de manière analogue à la Fairness Opinion, à savoir par l'indication de l'adresse internet exacte à laquelle ce document peut être consulté gratuitement, en allemand et en français, ainsi que l'indication de l'endroit où il peut être obtenu rapidement et sans frais (art. 30 al. 5 OOPA).

[31] Compte tenu du peu de modifications qui doivent être apportées aux projets présentés à la Commission et aux parties et dans le but d'assurer une publication rapide, la publication doit intervenir le vendredi 20 mai 2011 au plus tard. La présente décision sera publiée sur le site internet de la Commission le même jour. Les documents définitifs doivent être transmis à la Commission en format \*.pdf avant leur publication.

—



## 6. Retrait effet suspensif

[32] Afin d'éviter des allongements supplémentaires de la durée de l'offre et de garantir la célérité de cette procédure, la Commission retire l'effet suspensif d'un éventuel recours contre la présente décision en application de l'art. 55 al. 2 PA.

—



### **La Commission des OPA décide:**

1. Le complément au prospectus de M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A. et le complément au rapport du conseil d'administration de Genolier Swiss Medical Network SA (y compris la Fairness Opinion et la prise de position de BDO AG) sont conformes à la loi sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995.
2. Les documents visés au chiffre 1 seront publiés le vendredi 20 mai 2011 au plus tard.
3. L'offre restera ouverte pendant les 10 jours de bourse suivant la publication des documents visés au chiffre 1.
4. La présente décision sera publiée sur le site de la Commission des OPA le jour de la publication des documents visés au chiffre 1.
5. L'effet suspensif d'un éventuel recours est retiré.
6. Toute autre conclusion est rejetée.

Le président:

Prof. Luc Thévenoz  
—

### **Notification aux parties:**

- M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A. (représentée par Jacques Iffland et Hélène Weidmann, Lenz & Staehelin, Genève) ;
- Genolier Swiss Medical Network SA (représentée par Luc André, BMP Associés, Lausanne) ;
- Michael Schroeder (représenté par Dieter Dubs et Mariel Hoch Classen, Bär & Karrer AG, Zürich) ;
- Alain Fabarez.

### **Communication:**

- Ernst & Young Ltd (organe de contrôle) ;
- BDO AG (rédacteur de la Fairness Opinion) ;
- FINMA.



**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, Einsteinstrasse 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).

—