

B

ÜBERNAHMEKOMMISSION
COMMISSIONE DELLE OPA

COMMISSION DES OPA
SWISS TAKEOVER BOARD

Selnaustrasse 30
Postfach
CH - 8021 Zürich

Tel. +41 (0)58 854 22 90
Fax +41 (0)58 854 22 91
www.takeover.ch

RECOMMANDATION

du 29 juillet 2008

Requête du 15 juillet 2008 de Compagnie Financière Richemont SA, Bellevue, et de Richemont SA, Luxembourg, relative à un projet de restructuration - Application du droit suisse des OPA, absence d'une offre publique d'acquisition.

A. La Compagnie Financière Richemont SA (**CFR**), maison-mère du groupe Richemont, est une société anonyme sise à Bellevue (Genève). Son capital-actions est de CHF 574'200'000, divisé en 522'000'000 actions-A au porteur d'une valeur nominale de CHF 1 chacune et 522'000'000 actions-B d'une valeur nominale de CHF 0.10 chacune. Les statuts de CFR prévoient que les actions sont jumelées à des « *participation certificates* », soit des « bons de participation » au sens du droit luxembourgeois, émis par Richemont SA (**RSA**), une société de droit luxembourgeois détenue à 100% par CFR. Chaque action-A au porteur est liée à un bon de participation au porteur sans valeur nominale de RSA. Ensemble, une action-A au porteur et un bon de participation forment une unit-A au porteur. D'autre part, 10 actions-B nominatives sont liées à un bon de participation nominatif sans valeur nominale de RSA et forment ainsi une unit-B nominative. Les units-A sont cotées au SWX Swiss Exchange (**SWX**) et sont négociées sur SWX Europe sous le symbole « CFR ». Les actions-B, respectivement les units-B ne sont pas cotées.

B. Comme l'indiquent clairement les informations destinées aux investisseurs, les units sont indivisibles:

« Shares of Compagnie Financière Richemont SA are indivisibly twinned with participation certificates issued by its wholly-owned subsidiary, Richemont SA, to form Richemont units »
(http://www.richemont.com/unitholder_information.html).

Seule l'unité en tant que telle est négociable, ni l'action ni le bon de participation ne peuvent être vendus ou achetés séparément. Le « couplage » des deux éléments d'une unité est ancré dans les statuts respectifs des deux sociétés.

C. Les activités du groupe Richemont se concentrent principalement sur les produits de luxe avec différentes marques dans la joaillerie, l'horlogerie et les instruments d'écriture. Par ailleurs le groupe Richemont détient une participation à hauteur d'environ 19% dans le cigarettier British American Tobacco plc (**BAT**), société de droit anglais dont les actions sont cotées au London Stock Exchange.

D. L'actionnaire principal de CFR est la Compagnie Financière Rupert (**CF Rupert**), qui détient la totalité des 52'200'000 units-B, ce qui correspond à 9,1% du capital et à 50% des droits de vote de CFR. CF Rupert est une société en commandite par actions selon l'art. 764 CO dont le siège est à Bellevue (Genève).

E. Le groupe Richemont envisage une restructuration qui a notamment pour but la scission des activités liées aux produits de luxe des autres activités du groupe, principalement l'industrie du tabac (voir communiqué de presse de Richemont du 19 novembre 2007). Le but visé est le transfert de la participation BAT et d'autres participations mineures dans une entité dont les actions seront négociées séparément de celles de CFR.

F. Les différentes étapes de la restructuration envisagée peuvent être résumées comme suit, selon le calendrier provisoire déposé par CFR et RSA :

- Scission des unités afin de découpler les actions de CFR des bons de participation de RSA (20 octobre 2008).
- Transfert des actifs composant la division « Luxe » de RSA à CFR (20 octobre 2008).
- Conversion des bons de participation de RSA en actions de RSA (20 octobre 2008).
- Changement de raison sociale de RSA en DeltaSec S.C.A. (**DeltaSec**) et transformation en une société en commandite par actions selon le droit luxembourgeois (20 octobre 2008).
- Décotation des bons de participation de RSA du SWX, cotation des actions DeltaSec à la Bourse de Luxembourg et de « South African Depositary Receipts » (**SADRs**) sur actions DeltaSec à la Bourse de Johannesburg (21 octobre 2008).
- Cotation des actions CFR au segment « EU Compatible » du SWX et cotation de SADRs sur actions CFR à la Bourse de Johannesburg (21 octobre 2008).
- Réduction de capital de la société DeltaSec par distribution d'actions de la société BAT aux actionnaires de DeltaSec et annulation proportionnelle d'actions en mains des actionnaires de DeltaSec, opération automatique et obligatoire pour ces derniers (3 novembre 2008).
- Augmentation du capital de DeltaSec, dans le cadre de laquelle ses actionnaires se verront offrir la possibilité de libérer les actions souscrites soit en espèces soit par la remise d'actions BAT (période de souscription ouverte dès le 10 novembre 2008, augmentation de capital prévue le 5 décembre 2008).

G. Deux assemblées générales des porteurs de bons de participation RSA seront organisées (les 1er septembre et 6 octobre 2008), suivies d'une assemblée générale extraordinaire de CFR (le 7 octobre 2008), ayant pour but de modifier les statuts des deux sociétés. Un document d'information destiné aux unitholders sera publié le 15 août 2008 et détaillera les opérations sur lesquelles ils seront appelés à se prononcer lors des assemblées générales.

H. La transaction envisagée n'entraînera pas de changement de contrôle de CFR, étant donné que la composition de son actionnariat restera inchangée. Chaque titulaire d'une unité gardera l'action CFR qui en faisait partie à l'origine.

I. La distribution des actions BAT sera fiscalement désavantageuse pour certains actionnaires, notamment les actionnaires privés domiciliés en Suisse. Elle sera en effet qualifiée de distribution d'un dividende en nature sous la forme d'actions BAT, et imposée comme telle. La période d'environ deux semaines entre la rupture du jumelage des actions CFR et des bons de participation RSA et la

distribution des actions BAT doit permettre aux actionnaires concernés de vendre leurs actions DeltaSec avant que les actions BAT ne leur soient distribuées.

J. En vue de l'admission à la cotation des actions de DeltaSec au Luxembourg, un prospectus sera publié conformément à la directive européenne 2003/71/CE ainsi qu'à la loi luxembourgeoise du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières. Un second prospectus sera publié ultérieurement en vue de l'augmentation du capital de DeltaSec.

K. Par courrier du 18 juin 2008 et requête du 15 juillet 2008, complétée le 17 juillet 2008, CFR et RSA ont demandé à la Commission des OPA de constater que la transaction envisagée ne constitue pas une offre publique d'acquisition au sens des art. 2, lit. e et 22, al. 1, LBVM, et n'est donc pas assujettie aux dispositions de la section 5 de la LBVM.

L. Par courrier du 17 juillet 2008, l'étude d'avocats Elvinger, Hoss & Prussen, à Luxembourg, a déclaré à la Commission des OPA que la distribution envisagée des actions BAT aux actionnaires de DeltaSec (voir lettre F ci-dessus) interviendra dans le cadre d'une réduction de capital effectuée par l'annulation d'une partie des actions DeltaSec émises, conformément à l'art. 69 de la loi du 15 août 1915 concernant les sociétés commerciales, et que DeltaSec ne procédera pas au rachat de ses propres actions pour les annuler ensuite et qu'elle ne détiendra à aucun moment des actions DeltaSec à titre d'actions de trésorerie. Les actions faisant l'objet de la réduction de capital seront immédiatement annulées, en réduction du nombre total d'actions.

M. Une délégation de la Commission des OPA formée de MM. Luc Thévenoz (président), Henry Peter et Thomas Rufer a été constituée pour se prononcer sur la requête.

Considérants

1. Champ d'application du droit suisse des OPA

1. L'art. 22, al. 1, LBVM prévoit que les dispositions sur les offres publiques d'acquisition s'appliquent aux offres publiques d'acquisition portant sur les titres de sociétés suisses dont au moins une partie des titres sont cotés en Suisse (sociétés visées).

2. Tel qu'il est défini par l'art. 22 LBVM, le droit des OPA s'applique ainsi à toutes les sociétés «suisses». La question de savoir si une société est suisse au sens de l'art. 22 LBVM se détermine en principe selon la théorie de l'incorporation, qui fait foi en droit international privé (voir recommandation du 28 mars 2003 dans l'affaire *Perutil S.A.*, consid. 2.2), laquelle désigne le droit de l'Etat en vertu duquel la société est organisée.

3. Du point de vue de l'art. 22 LBVM, il y a cependant lieu de s'écarter à titre exceptionnel de la théorie de l'incorporation et de se fonder sur l'activité opérationnelle de la société, respectivement sur la localisation de son siège effectif, notamment lorsqu'une application stricte de la théorie de l'incorporation conduirait à un conflit négatif de compétence (voir la décision de la Commission fédérale des banques du 30 septembre 1999 dans l'affaire *Tag Heuer International SA*, Bulletin CFB 39/2000 p. 25). Dans de tels cas, il convient cependant d'éviter un conflit positif de compétence. Si tant le droit suisse que le droit étranger des offres publiques d'acquisition revendiquent leur application, l'on peut s'attendre à des conflits de compétence aussi bien sur des questions de droit

matériel que de procédure, qui iraient à l'encontre des principes fondamentaux du droit des offres publiques d'acquisition que sont la transparence et l'égalité de traitement. Afin d'éviter une telle situation, il y a lieu de se fonder sur le principe du lien le plus étroit (cf. art. 15 et 117, al. 1, LDIP). Un tel rattachement se définit selon l'intensité des divers liens de rattachement nationaux de la société reprise (voir la recommandation du 20 mars 2001 dans l'affaire *De Beers Centenary AG et De Beers Consolidated Mines Ltd*, consid. 2).

4. Afin de déterminer si une société est suisse au sens de l'art 22, al. 1, LBVM, une appréciation globale de l'ensemble des circonstances en faveur et en défaveur de la reconnaissance d'un siège effectif en Suisse s'impose. Pour des raisons tenant à la sécurité du droit, il n'y a cependant lieu d'admettre un siège effectif que dans les cas où les circonstances concrètes permettent d'établir clairement l'existence d'un tel siège, c'est-à-dire en présence d'éléments qualitatifs et quantitatifs suffisants permettant de conclure à un rattachement avec la Suisse (voir recommandation du 28 mars 2003 dans l'affaire *Perutil S.A.*, consid. 2.3).

2. Société suisse et titres cotés en Suisse

5. En préambule, il y a lieu de noter que dans le cadre de recommandations rendues par le passé, CFR n'a jamais contesté être une société suisse dont les unités sont cotées en Suisse et n'a jamais remis en question l'application du droit suisse des OPA (voir les recommandations des 25 février et 22 novembre 1999 et du 7 juillet 2003, dans des affaires *Compagnie Financière Richemont SA*).

6. A l'heure actuelle, un détenteur d'une unité-A cotée au SWX dispose d'une action-A de la société suisse CFR ainsi que d'un bon de participation de la société luxembourgeoise RSA. En vertu des statuts des deux sociétés les unités sont indivisibles; l'action CFR ne peut être aliénée sans le bon de participation, et réciproquement. Les actionnaires de CFR et les détenteurs de bons de participation de RSA sont donc identiques. On relèvera d'ailleurs que les unités sont désignées par SWX sous le nom RICHEMONT et sous le symbole CFR.

7. En choisissant une telle structure, la société mère suisse CFR a lié intimement le sort de ses actions avec celui des titres de sa filiale luxembourgeoise. Une telle «communauté de destin» représente déjà en tant que tel un facteur très fort de rattachement de RSA au droit suisse. Le même régime devrait ainsi s'appliquer aux deux entités puisqu'elles forment un tout (*unit*) indivisible sur le plan de la cotation boursière.

8. RSA est une société de droit luxembourgeois ayant son siège dans le Grand-Duché, mais elle n'est pas moins une filiale à 100% de la société suisse. En tant que société holding, son activité opérationnelle est limitée. Complètement intégrée au sein du groupe, ses activités et son existence sont indissociables de celles de la maison mère suisse.

9. On notera incidemment que le secrétaire général (*Company Secretary*) des deux sociétés est identique. A fin mars 2008, 4 membres du conseil d'administration de CFR étaient également membres du conseil d'administration de RSA qui constitue le « *management board* » du groupe (rapport annuel 2007, Corporate Governance, p. 63). En ce qui concerne la structure du groupe et la répartition des tâches au niveau du groupe, le rapport annuel 2008 s'exprime ainsi (rapport annuel 2008, Corporate Governance, p. 56 ss) :

« Richemont equity units comprise shares in Compagnie Financière Richemont SA indivisibly twinned with participation certificates issued by its wholly-owned subsidiary, Richemont SA, Luxembourg. As such, the Board of Compagnie Financière

Richemont SA is the Group's supervisory board, composed of a majority of non-executive directors, whilst the Board of Richemont SA, Luxembourg acts as the Group's management board » (§ 1 Group structure and significant shareholders, p. 56).

« The Board of Richemont SA, a directly held, wholly-owned subsidiary of Compagnie Financière Richemont SA, functions as the Group's management board. [...]

Appointments to the management board are made by the Board of Compagnie Financière Richemont SA upon the recommendation of the Nominations Committee. [...]

The executive management is charged by the Board of Directors of Compagnie Financière Richemont SA with implementing the strategic policies determined by the Board. It is empowered to conduct the day-to-day strategic and operational management including, inter alia, the financial management of the Group. It is responsible for the management of the Group's underlying businesses and investments, subject at all times to an obligation to provide adequate information on the development of those businesses to the Board. » (§ 4 Senior management, p. 63).

10. Au vu de ces différents éléments, il convient de déroger au principe de la théorie de l'incorporation et de considérer au contraire qu'il se justifie ici, à titre exceptionnel, de soumettre les bons de participation de RSA aux art. 22 ss LBVM.

11. La deuxième condition de l'art. 22, al. 1, deuxième phrase LBVM est également remplie puisque les bons de participation de RSA sont actuellement cotés à une bourse suisse sous la forme des units-A. Les articles 22 et suivants LBVM sont donc applicables à la structure actuellement formée par CFR et RSA.

3. Application du droit suisse des OPA après la scission des units

12. La restructuration envisagée va modifier la structure formée par CFR et RSA, étant donné qu'elle a pour conséquence notable la scission des units et la transformation des bons de participation de RSA en actions de cette même société sous la nouvelle raison sociale DeltaSec, qui seront cotées uniquement au Luxembourg.

13. L'opération visant ensuite à réduire le capital-actions de DeltaSec moyennant distribution d'actions BAT en remboursement des actions pourrait être interprétée - si elle était soumise au droit suisse - comme étant un programme de rachat d'actions propres par DeltaSec, lequel serait cas échéant soumis au respect des dispositions sur les offres publiques d'acquisition (voir Communication n°1 de la COPA sur les rachats de titres de participation du 28 mars 2000, **Communication n°1**). Avant de procéder à un examen complet de la qualification de cette opération (voir ci-dessous consid. 4), il y a donc lieu de déterminer si le droit suisse des OPA est applicable, étant donné que cette transaction sera effectuée après la scission des units, à savoir après la transformation de RSA en DeltaSec et la cotation des actions de cette dernière à la Bourse du Luxembourg.

14. La restructuration dans son intégralité sera présentée aux porteurs de units dans un document d'information dont la publication est prévue le 15 août 2008. Ceux-ci seront ensuite appelés à se prononcer sur les opérations envisagées lors de trois assemblées générales, prévues le 1er septembre et le 6 octobre 2008 (première et seconde assemblée générale des porteurs de bons de participation de RSA) et le 7 octobre 2008 (assemblée générale extraordinaire de CFR). La rupture du jumelage des actions CFR et des bons de participation est prévue pour le 20 octobre 2008, date à laquelle la raison

sociale de RSA deviendra DeltaSec et où ses bons de participation seront transformés en actions. La réduction de capital de DeltaSec et la distribution des actions BAT est prévue pour le 3 novembre 2008.

15. Il ne fait pas de doute que le droit des OPA luxembourgeois s'appliquera à DeltaSec et aux décisions prises par cette société après le 21 octobre 2008, date de cotation des actions DeltaSec à la Bourse de Luxembourg. Cependant, la restructuration envisagée en l'espèce sera décidée par les assemblées générales de RSA et de CFR avant la rupture du jumelage des actions CFR et des bons de participation de RSA, à un moment où le droit suisse des OPA (art. 22ss LBVM) s'applique toujours à la structure. Les conséquences de ces décisions doivent donc rester soumises à ces dispositions, de sorte que les opérations de réduction de capital de DeltaSec et la distribution des actions BAT doivent être examinées à la lumière du droit suisse des OPA.

4. Qualification de la transaction au regard du droit suisse des OPA

16. L'application du droit suisse des OPA ayant été constatée eu égard à l'opération de réduction de capital de DeltaSec, il y a lieu de déterminer si celle-ci doit être qualifiée d'offre publique d'acquisition au sens de l'art. 22, al. 1, LBVM. Selon l'art. 2, lit. e, LBVM, constitue une offre publique d'acquisition toute offre d'achat ou d'échange présentée publiquement aux détenteurs d'actions, de bons de participation, de bons de jouissance ou d'autres titres de participation (titres) de sociétés suisses dont une partie au moins des titres sont cotés auprès d'une bourse en Suisse.

17. Les offres publiques présentées par une société sur ses propres actions constituent des offres publiques d'acquisition au sens de l'art. 2, lit. e, LBVM et sont donc soumises aux dispositions de la section 5 de cette loi (Communication n°1).

18. En l'espèce, l'opération s'apparente à un programme de rachat d'actions propres ayant pour but la réduction du capital-actions (par la réduction du nombre total des actions), le remboursement du capital se faisant en nature par la remise d'actions BAT. Une telle opération entraînerait l'application des dispositions relatives aux OPA, conformément à la Communication n°1.

19. Les requérantes font toutefois valoir que la réduction de capital envisagée se fera par l'annulation d'une partie des actions DeltaSec émises et que DeltaSec ne procédera pas au rachat de ses propres actions pour les annuler ensuite et ne détiendra à aucun moment des actions DeltaSec à titre d'actions de trésorerie.

20. Le droit luxembourgeois autorise l'annulation directe des actions sur le compte des actionnaires lors d'une réduction de capital, sans que la société ne doive racheter ses propres actions. En l'espèce, l'annulation s'effectuera au prorata de la réduction de capital sur le compte de chaque actionnaire, qui recevra automatiquement en échange un certain nombre d'actions BAT. Les actionnaires n'ont pas le choix de participer - ou non - à la réduction de capital, celle-ci étant obligatoire pour tous.

21. Les éléments caractérisant un programme de rachat d'actions au sens de la communication n°1 sont ainsi absents de la présente transaction, étant donné que la décision prise par l'assemblée générale s'impose à tous les actionnaires, qui voient leur participation réduite au prorata de la réduction de capital de DeltaSec, de sorte qu'ils ne disposent pas à titre individuel d'une option leur permettant de choisir de participer à la réduction de capital ou de conserver leurs actions. Cette analyse est confirmée par le fait que DeltaSec ne rachète pas ses titres et qu'elle ne détiendra à aucun moment ses actions propres, en raison des caractéristiques du droit luxembourgeois. Pour autant qu'elle se déroule comme

indiqué ci-dessus, cette opération ne constitue donc pas un rachat d'actions propres et n'est par conséquent pas soumise aux dispositions de la section 5 de la LBVM.

22. Il ressort des éléments contenus dans la requête que les actionnaires suisses seront fiscalement désavantagés par l'attribution des actions BAT, étant donné qu'elle sera qualifiée de distribution en nature d'un dividende. Ils auront dès lors intérêt à vendre leurs actions DeltaSec avant cette distribution s'ils désirent éviter une imposition trop importante. Cet état de fait poserait la question de l'égalité de traitement entre actionnaires si la transaction était soumise aux dispositions de la section 5 de la LBVM. Etant donné que ce n'est pas le cas en l'espèce, et que l'inégalité ne réside pas dans les conditions de l'opération en tant que telle (il s'agit d'une conséquence du système fiscal suisse), cette question n'a pas à être tranchée par la Commission des OPA.

23. Les requérantes sont tenues de faire parvenir à la Commission des OPA une attestation et les pièces utiles indiquant que la réduction de capital a été effectuée selon les modalités exprimées dans leur requête dans les dix jours de bourse suivant son exécution.

5. Publication

24. En vertu de l'art. 23, al. 3, LBVM, la présente recommandation sera publiée sur le site Internet de la Commission des OPA le jour de la publication du document d'information destiné aux unitholders de Richemont en vue des assemblées générales de CFR et RSA.

6. Emolument

25. En application des art. 23, al. 5, LBVM, 35, al. 6, OBVM-CFB et 62, al. 6, OOPA, l'émolument pour l'examen de la présente requête est fixé à CHF 50'000. Les requérantes répondent solidairement du paiement de cet émolument.

* * * * *

En se fondant sur ce qui précède, la Commission des OPA émet la recommandation suivante :

1. Le droit suisse des OPA étant applicable, la transaction telle que décrite dans la requête de Compagnie Financière Richemont SA, Bellevue, et de Richemont SA, Luxembourg (future DeltaSec S.C.A.), ne constitue pas une offre publique d'acquisition au sens de l'art. 22, al. 1, LBVM et n'est donc pas soumise aux dispositions de la section 5 de la loi sur les bourses du 24 mars 1995.
2. Les requérantes sont tenues de faire parvenir à la Commission des OPA une attestation et les pièces utiles indiquant que la réduction de capital a été effectuée selon les modalités exprimées dans leur requête dans les dix jours de bourse suivant son exécution.
3. La présente recommandation sera publiée sur le site Internet de la Commission des OPA le jour de la publication du document d'information destiné aux unitholders de Richemont en vue des assemblées générales respectives des requérantes.
4. L'émolument à charge des requérantes s'élève à CHF 50'000; elles en répondent solidairement.

Le Président :

Luc Thévenoz

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

Communication:

- aux requérantes, par l'intermédiaire de leur mandataire (Jacques Iffland, Lenz & Staehelin, Genève);
- à la Commission fédérale des banques.