



Décision 756/02

du 20 avril 2020

Offre publique d'acquisition de **Parjointco Switzerland SA** aux actionnaires de **Pargesa Holding SA** – Prospectus d'offre et rapport du conseil d'administration

Faits :

A.

Pargesa Holding SA (**Pargesa** ou la **société visée**) est une société anonyme de droit suisse dont le siège se trouve à Genève et qui est inscrite au registre du commerce du canton de Genève sous le numéro CHE-103.162.059. Pargesa a pour but l'achat, la vente, l'administration et la gestion de participations dans les domaines financier, commercial et industriel. Son capital-actions s'élève à CHF 1'698'723'400, divisé en (i) 77'214'700 actions nominatives liées, à droit de vote privilégié, d'une valeur nominale de CHF 2.00 chacune, entièrement libérées (les **actions nominatives Pargesa**), et (ii) 77'214'700 actions au porteur, d'une valeur nominale de CHF 20.00 chacune, entièrement libérées (les **actions au porteur Pargesa** et, avec les actions nominatives Pargesa, les **actions Pargesa**). Les actions au porteur Pargesa sont cotées auprès de SIX Swiss Exchange (**SIX**) sur le segment *International Reporting Standard* (symbole de valeur : PARG ; ISIN : CH0021783391). Les actions nominatives Pargesa ne sont pas cotées en bourse.

Les statuts de Pargesa contiennent une clause d'opting out à leur article 10, inscrite au registre du commerce le 17 juin 1999.

B.

Le principal actif de Pargesa consiste en une participation indirecte représentant, au 11 mars 2020, 50.0% du capital-actions et 51.69% des droits de vote de Groupe Bruxelles Lambert (**GBL**). GBL est une société faîtière belge dont le siège se trouve à Bruxelles et dont les actions sont cotées sur le marché Euronext Bruxelles (les **actions GBL**). GBL détient des participations dans différentes sociétés cotées et non cotées.

Pargesa détient sa participation dans GBL par l'entremise de sa filiale néerlandaise Pargesa Netherlands B.V. (**Pargesa NL**), une société dont le siège se trouve à Amsterdam, Pays-Bas, et dont Pargesa détient l'entière du capital-actions.

C.

Les actionnaires principaux de Pargesa sont les suivants :

- Au 9 mars 2018, Parjointco N.V., Veerkade 5, 3016 DE Rotterdam, Pays-Bas (**Parjointco**), détenait, comme actionnaire direct, 77'214'700 actions nominatives Pargesa et 39'301'000 actions au porteur Pargesa, représentant, au total, 55.36% du capital-actions et 75.45% des droits de vote de Pargesa. Les ayants droit économiques de cette participation sont Stichting Administratiekantoor Frère-Bourgeois (la **Fondation Frère-**



Bourgeois), Rotterdam, Pays-Bas, Paul Junior Desmarais, Westmount Québec, Canada, et André Desmarais, Westmount Québec, Canada ;

- Au 15 décembre 2009, First Eagle Investment Management LLC, 1345 Avenue of the Americas, New York, NY 10105, Etats-Unis, détenait, comme ayant droit économique, 6'409'900 actions au porteur Pargesa, représentant 4.15% des droits de vote de Pargesa.

D.

Parjointco est détenue à parts égales par deux groupes familiaux :

- d'une part, par la Fondation Frère-Bourgeois, Rotterdam, Pays-Bas, ainsi que par les entités contrôlées par cet établissement (collectivement, le **groupe Frère**) ;
- d'autre part, par Paul Junior Desmarais et André Desmarais, agissant en qualité de trustees et bénéficiaires de la fiducie familiale résiduaire Desmarais (*Desmarais Family Residuary Trust* ; la **Fiducie familiale résiduaire Desmarais**), ainsi que par des entités contrôlées par ce trust (collectivement, le **groupe Desmarais**).

E.

Parjointco Switzerland SA (**Parjointco Switzerland** ou l'**offrante**) est une société anonyme de droit suisse dont le siège se trouve à Genève et qui est inscrite au registre du commerce du canton de Genève sous le numéro CHE-399.411.603. Elle a pour but l'achat, la vente, la détention, l'administration et la gestion de participations dans les domaines financier, commercial et industriel. Elle est intégralement détenue par Parjointco.

F.

La Fiducie familiale résiduaire Desmarais exerce un contrôle indirect sur une participation représentant environ 61.8% des droits de vote dans Power Corporation du Canada, une société canadienne dont le siège se trouve à Montréal, Canada (**Power**). Power est une entreprise internationale de gestion et de portefeuille diversifiée qui détient notamment des participations dans des sociétés des secteurs des services financiers, de la gestion d'actifs, de l'énergie durable et renouvelable et d'autres secteurs en Amérique du Nord, en Europe et en Asie.

Au travers de la société Corporation Financière Power (**Financière Power**), une société canadienne dont les actions sont cotées à la bourse de Toronto (**TSX**) et dont Power détient environ 64.1% des droits de vote, Power détient des participations dans deux sociétés actives dans les services financiers et dont les actions sont également cotées à la TSX : Great-West Lifeco Inc. (**Lifeco**) et Société Financière IGM Inc. (**IGM**). Plusieurs sociétés des groupes de Lifeco et d'IGM sont ainsi appelées à traiter des valeurs mobilières à titre professionnel.

G.

Le 16 janvier 2020, Parjointco a saisi la Commission des OPA (la **Commission**) d'une requête tendant à faire constater plusieurs questions juridiques concernant une offre publique d'échange portant sur les actions au porteur Pargesa (act. 3/1). A l'appui de cette requête, Parjointco a fait valoir que les groupes Frère et Desmarais étudiaient la possibilité de simplifier la structure du



groupe Pargesa en transférant l'actionnariat public de Pargesa vers GBL et, ensuite, en décotant Pargesa de la SIX. Ce faisant, ils entendaient remédier à la décote avec laquelle les actions au porteur Pargesa étaient traitées en raison de la coexistence de deux sociétés cotées, Pargesa et GBL, au sein de la même chaîne de détention.

Pour atteindre cet objectif, la transaction suivante était envisagée :

- a. Parjointco établirait l'offrante, dont elle détiendrait l'intégralité du capital-actions.
- b. L'offrante achèterait à Pargesa NL une partie de la participation de 50.0% du capital et de 50.8% des droits de vote que cette dernière détenait dans GBL, correspondant au nombre de titres de GBL qui seraient remis aux actionnaires minoritaires de Pargesa (étapes (c) et (f) ci-dessous) en cas d'acceptation de l'offre publique d'échange, soit environ 22% de l'ensemble des actions GBL. Le prix de vente serait porté en compte, de sorte que Pargesa NL obtiendrait une créance de ce montant envers l'offrante. L'exécution de la vente serait conditionnée par le succès de l'offre publique d'échange de l'offrante aux détenteurs d'actions au porteur Pargesa (étape (c) ci-dessous).
- c. L'Offrante présenterait une offre publique d'échange, soumise à conditions, pour l'ensemble des actions au porteur Pargesa en mains du public.
- d. En cas de succès de l'offre d'échange, l'offrante remettrait une partie des actions GBL qui auraient été achetées à Pargesa NL aux actionnaires de Pargesa ayant accepté l'offre.
- e. Parjointco apporterait les actions Pargesa qu'elle détient à l'offrante, dans le cadre d'une contribution à fonds perdus de Parjointco aux réserves de l'offrante.
- f. Après l'exécution de l'offre d'échange, l'offrante absorberait Pargesa dans le cadre d'une fusion par indemnisation au sens des art. 8 al. 2 et 18 al. 5 LFus. Les actions au porteur Pargesa seraient décotées de la SIX lors de l'exécution de la fusion.
- g. Après l'absorption de Pargesa par l'offrante, Pargesa NL distribuerait à l'entité résultant de la fusion la créance résultant de la vente des actions GBL à l'offrante (étape (b) ci-dessus). La créance s'éteindrait alors par confusion.

H.

Par décision 756/01 du 13 février 2020 rendue dans cette affaire (la **décision 756/01 du 13 février 2020**), la Commission s'est prononcée sur les questions juridiques qui lui avaient été soumises par Parjointco. Elle a notamment constaté que la clause d'opting out figurant à l'art. 10 des statuts de Pargesa était valable et déployait ses effets à l'égard de tout actionnaire ou groupe d'actionnaires qui franchirai(en)t le seuil de 33 $\frac{1}{3}$ % des droits de vote de Pargesa (cf. ch. 1 du dispositif de la décision 756/01 du 13 février 2020). Elle a admis la validité des conditions dont Parjointco souhaitait faire dépendre son offre (cf. ch. 2 du dispositif de la décision 756/01 du 13 février 2020). Elle a prononcé certaines constatations concernant la portée de la *Best Price*



Rule en relation avec une fusion par indemnisation selon la loi sur la fusion (cf. ch. 3 du dispositif de la décision 756/01 du 13 février 2020), le traitement des plans de participation de Pargesa en rapport avec une offre publique d'échange (cf. ch. 4 du dispositif de la décision 756/01 du 13 février 2020), et une action de concert entre Power et les entités qu'elle contrôle, d'une part, et Parjointco, d'autre part (cf. ch. 5 du dispositif de la décision 756/01 du 13 février 2020).

I.

Le 11 mars 2020, Parjointco a conclu un accord de transaction (*Transaction Agreement*) avec Pargesa et Pargesa NL fixant notamment les termes et conditions d'une offre publique d'échange présentée par Parjointco sur toutes les actions au porteur Pargesa en mains du public. Cet accord prévoit par ailleurs l'engagement contractuel de Pargesa NL de vendre à l'offrante un nombre de 35'259'741 actions GBL, correspondant au nombre d'actions GBL remises aux actionnaires de Pargesa en échange de leurs actions au porteur Pargesa dans le cadre de l'offre publique d'échange, à un juste prix du marché (*fair market value*). Ce prix est déterminé par les parties comme le cours moyen des transactions en bourse portant sur les actions GBL des cinq jours de bourse sur le marché Euronext Bruxelles précédant la date d'exécution de la vente, pondéré en fonction des volumes (*volume weighted average price*), et converti en francs suisses au cours EUR/CHF du jour correspondant. A cette fin, un projet de contrat de vente (*Share Purchase Agreement*) entre Pargesa NL et Parjointco Switzerland est reproduit à l'annexe 2 de l'accord de transaction. L'accord de transaction prévoit encore l'engagement de Parjointco d'apporter aux réserves de l'offrante les actions Pargesa qu'elle détient, représentant 55.36% du capital-actions et 75.45% des droits de vote de Pargesa, dans le cadre d'un apport à fonds perdus. Enfin, l'accord de transaction contient l'engagement du conseil d'administration de la société visée de recommander aux actionnaires d'accepter l'offre ainsi que l'engagement de Pargesa et Pargesa NL à ne pas modifier substantiellement la conduite de leurs affaires jusqu'à l'exécution de l'offre, de même que leur renonciation à effectuer des opérations sur les actions Pargesa, les actions GBL ou des dérivés y relatifs.

Le même jour, Parjointco et GBL ont conclu une lettre d'accord (*Letter Agreement*) dans le but, notamment, de garantir la conformité de l'offre publique d'échange avec les dispositions légales et réglementaires applicables.

J.

Par communiqué de presse conjoint du 11 mars 2020, Parjointco et Pargesa ont annoncé une simplification de la structure de leur groupe par le biais d'une offre publique d'échange présentée par Parjointco sur toutes les actions au porteur Pargesa en mains du public.

Le même jour, Parjointco Switzerland a publié l'annonce préalable d'une offre publique d'échange portant sur toutes les actions au porteur Pargesa en mains du public. L'échange proposé dans le cadre de cette offre est de 0.93 action GBL pour une action au porteur Pargesa. Rédigée en français, en allemand et en anglais, l'annonce préalable a été publiée sur un site Internet de Parjointco dédié à l'offre, et communiquée aux principaux médias ainsi qu'à la Commission après la clôture du négoce à la SIX.



K.

Par communiqué de presse du même jour, Pargesa a publié ses résultats 2019 ainsi que le dispositif de la décision 756/01 du 13 février 2020 (cf. ch. 7 du dispositif de la décision 756/01 du 13 février 2020).

L.

Le 1^{er} avril 2020, Parjointco a requis la Commission de faire droit à la conclusion suivante :

« L'offre publique d'échange de Parjointco Switzerland SA portant sur les actions au porteur de Pargesa Holding SA est conforme aux dispositions légales et réglementaires en matière d'offres publiques d'acquisition. »

A l'appui de cette conclusion, Parjointco a soumis à l'examen de la Commission les projets de prospectus d'offre, de rapport du conseil d'administration de Pargesa, d'attestation d'équité (*Fairness Opinion*) établie par Rothschild & Co Bank AG (**Rothschild & Co**), Zurich, ainsi que des *rule checks* relatifs aux projets de prospectus et de rapport du conseil d'administration.

M.

Sur demande de la Commission, Parjointco lui a fait parvenir l'accord de transaction du 11 mars 2020 entre Parjointco, Pargesa et Pargesa NL, la lettre d'accord du 11 mars 2020 entre Parjointco et GBL ainsi que l'avis de droit du 11 mars 2020 établi par Prof. Nobel, Nobel & Hug, à l'attention du conseil d'administration de Pargesa, auquel se réfère le rapport.

N.

Le 9 avril 2020, la Commission a requis de Parjointco des informations complémentaires concernant les projets de documents soumis à son examen.

O.

Le 14 avril 2020, Parjointco a remis à la Commission les informations complémentaires demandées.

P.

Une délégation de la Commission formée de Thomas A. Müller (président), Jean-Luc Chenux, Lionel Aeschlimann et Thomas Rufer a été constituée pour se prononcer sur l'offre publique d'échange.

—

Droit :

1. Annonce préalable

[1] Selon l'art. 5 al. 1 OOPA, l'offrant peut annoncer une offre avant la publication du prospectus. La publication doit intervenir au minimum 90 minutes avant l'ouverture ou après la clôture du négoce à la bourse à laquelle les titres de participation de la société visée sont cotés (art. 7 al. 2 OOPA). L'annonce préalable doit être diffusée en langues française et allemande (art. 6 al. 1

—
—
—



OOPA). Si la diffusion intervient dans une autre langue, cette version doit être conforme aux textes français et allemand, et tous les documents de l'offre doivent également être rédigés dans cette langue (art. 6 al. 2 OOPA). Les effets liés à la publication de l'annonce préalable sont fixés à l'art. 8 OOPA.

[2] Au cas d'espèce, l'annonce préalable, diffusée en langues française, allemande et anglaise, contient les indications exigées à l'art. 5 al. 2 OOPA et respecte les critères de l'art. 6 OOPA. Elle a été rendue accessible sur un site Internet de Parjointco dédié à l'offre, et communiquée aux principaux médias visés par l'art. 7 al. 1 let. b OOPA (en relation avec la Circulaire COPA n° 4 : Communication aux principaux médias, du 20 novembre 2015), ainsi qu'à la Commission le 11 mars 2020 après la clôture du négoce à la SIX, dans le respect des exigences de l'art. 7 al. 2 OOPA. L'annonce préalable produit donc valablement ses effets à compter du 11 mars 2020.

—

2. Objet de l'offre

[3] Selon l'art. 127 al. 2 LIMF, l'offrant doit traiter sur un pied d'égalité tous les détenteurs de titres de participation de la même catégorie. Concrétisant ce principe, l'art. 9 al. 2 OOPA dispose que l'offre doit porter sur toutes les catégories de titres de participation cotés de la société visée.

[4] En l'espèce, l'offre publique d'échange porte sur toutes les actions au porteur Pargesa qui ne sont pas actuellement détenues par Parjointco, Pargesa et les personnes agissant de concert avec Parjointco dans le cadre de l'offre. Elle ne porte pas sur les actions nominatives Pargesa actuellement émises, lesquelles ne sont pas cotées et sont intégralement détenues par Parjointco.

[5] Les exigences de l'art. 9 al. 2 OOPA sont ainsi respectées.

—

3. Offre volontaire

[6] Les statuts de Pargesa contiennent une clause d'opting out à leur art. 10, inscrite au registre du commerce le 17 juin 1999, soit avant l'échéance du délai transitoire de deux ans de l'art. 53, 1^{ère} phr., LBVM, dans sa teneur en vigueur jusqu'au 1^{er} mai 2013. D'après cette disposition, l'acquéreur d'actions Pargesa « *n'est pas obligé de présenter une offre publique d'acquisition selon les articles 32 et 52 de la Loi sur les bourses et les valeurs mobilières (LBVM) en cas de dépassement des seuils prévus par les articles 32 et 52 LBVM.* »

[7] Par décision 756/01 du 13 février 2020, la Commission a constaté que la clause d'opting out figurant à l'art. 10 des statuts de Pargesa était valable et déployait ses effets à l'égard de tout actionnaire ou groupe d'actionnaires qui franchirai(en)t le seuil de 33 $\frac{1}{3}$ % des droits de vote de Pargesa (cf. ch. 1 du dispositif de la décision 756/01 du 13 février 2020).

—

—

—



[8] Il en découle que l'offre publique d'échange de Parjointco doit être qualifiée d'offre volontaire et qu'elle n'est pas soumise aux règles sur le prix minimum de l'art. 135 al. 2 LIMF. L'offrante est donc libre d'en fixer le rapport d'échange (art. 9 al. 5, 1^{ère} phr., et al. 6 *a contrario*, OOPA).

—

4. Action de concert dans le cadre de l'offre

[9] Dans le cadre d'une offre et en relation avec l'art. 127 al. 3 LIMF, l'art. 12 al. 1 OIMF-FINMA s'applique par analogie à quiconque agit de concert avec l'offrant ou forme un groupe organisé avec lui (art. 11 al. 1 OOPA). Les personnes qui agissent de concert avec l'offrant sont soumises aux devoirs découlant de l'art. 12 OOPA. A ce titre et dans l'hypothèse, comme en l'espèce, d'une offre purement volontaire dont le prix consiste entièrement en valeurs mobilières, l'offrant a l'obligation de proposer aux destinataires de l'offre la possibilité d'un règlement intégral en espèces (c'est-à-dire une alternative en espèces) lorsque, entre la publication de l'offre et son exécution, lui-même ou des personnes qui agissent de concert au sens de l'art. 11 OOPA acquièrent contre paiement en espèces des titres de la société visée (art. 12 al. 1 let. b et 9a al. 1 OOPA). Il incombe à l'organe de contrôle, en l'espèce BDO AG (**BDO**), de vérifier le respect de ces règles (art. 28 OOPA).

[10] En vertu de l'art. 19 al. 1 lit. d OOPA, l'offrant doit publier dans le prospectus des indications sur les personnes qui agissent de concert avec lui. Selon la pratique, toutes les sociétés contrôlées par l'offrant et qui agissent de concert avec lui ne doivent pas nécessairement être énumérées dans le prospectus, pour autant que l'organe de contrôle dispose d'une liste complète de ces sociétés (cf. décision 756/01 du 13 février 2020, consid. 7.1 ; décision 726/02 du 10 mai 2019 dans l'affaire *Panalpina Weltransport (Holding) AG*, consid. 3.2).

[11] Au cas d'espèce, la Fondation Frère-Bourgeois, la Fiducie familiale résiduaire Desmarais, ainsi que les entités contrôlées directement ou indirectement par les groupes Frère et Desmarais agissent de concert avec l'offrante dans le cadre de l'offre.

[12] Par suite, Parjointco agit de concert avec Pargesa, qu'elle contrôle, par l'entremise de Pargesa Switzerland, à concurrence de 55.36% du capital-actions et 75.45% des droits de vote (cf. *supra* let. C) et avec qui elle a au surplus conclu un accord de transaction (cf. *supra* let. I). Les autres sociétés que Parjointco contrôle directement ou indirectement agissent également de concert avec elle, de même que les sociétés que Pargesa contrôle directement ou indirectement. Il en va ainsi, notamment, de Pargesa Netherlands et de GBL.

[13] Par décision 756/01 du 13 février 2020, la Commission a par ailleurs constaté que les entités détenues directement, indirectement ou de concert avec des tiers par Power agissent de concert avec Parjointco dans le cadre de l'offre (cf. ch. 5 du dispositif de la décision 756/01 du 13 février 2020). Il en va ainsi, notamment, de Lifeco et IGM.

—
—
—



[14] Le prospectus de l'offre contient les indications requises sur les personnes qui agissent de concert avec l'offrante dans le cadre de l'offre (cf. prospectus, ch. 4.3). Par ailleurs, BDO a confirmé avoir reçu de l'offrante une liste des personnes agissant de concert avec elle. Par suite, les exigences de l'art. 19 al. 1 let. d OOPA sont respectées.

–

5. *Best Price Rule*

[15] Selon l'art. 10 al. 1 OOPA, si l'offrant ou des personnes qui agissent de concert avec lui acquièrent des titres de participation de la société visée à un prix supérieur à celui de l'offre dès la publication de l'offre ou de son annonce préalable, et pendant les six mois qui suivent l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation, ce prix doit être étendu à tous les destinataires de l'offre (*Best Price Rule*). Cette règle est également applicable à l'acquisition d'instruments financiers (art. 10 al. 2 OOPA).

[16] L'organe de contrôle vérifie et atteste du respect de cette règle pendant la durée de l'offre (art. 28 al. 1 lit. d OOPA) et, s'il a des raisons de penser que des violations de la loi sur l'infrastructure des marchés financiers, de ses ordonnances d'exécution ou des décisions de la Commission relatives à l'offre sont intervenues après la publication de celle-ci, le signale sans délai à la Commission et lui adresse un rapport spécial (art. 29 al. 2 OOPA). Il établit un rapport intermédiaire après l'exécution de l'offre, puis un rapport final au terme des six mois qui suivent l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation.

[17] Au cas d'espèce, la Commission relève l'absence de prestations appréciables en argent susceptibles d'entraîner l'application de la règle du meilleur prix. Par ailleurs, elle rappelle que la modification des termes des plans de participation (*stock options*) émis par Pargesa ensuite de l'offre, qui implique l'exercabilité immédiate des options et attributions en faveur des dirigeants et collaborateurs de Pargesa, ainsi que l'abréviation de la période d'exercice de ces options pour que cette dernière corresponde à l'échéance du délai d'offre, ne porte pas atteinte à la règle du meilleur prix (cf. ch. 4 du dispositif de la décision 756/01 du 13 février 2020).

[18] Au surplus, la Commission impartit à BDO un délai d'un mois pour lui remettre son rapport final (cf. art. 28 al. 2 OOPA). Ce délai court à compter de l'expiration des six mois qui suivent l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation de l'offre.

–

6. Conditions de l'offre

[19] Selon l'art. 8 al. 1 OOPA, l'offrant doit publier un prospectus d'offre respectant les termes de l'annonce préalable dans les six semaines qui suivent la publication de l'annonce préalable. En l'espèce, les conditions contenues dans le projet de prospectus soumis à l'examen de la Commission figurent également dans l'annonce préalable (cf. prospectus, ch. 3.8). Ces conditions portent (a) sur l'obtention d'un seuil d'acceptations de 90% des droits de vote de la société visée

–

–

–



(cf. décision 756/01 du 13 février 2020, consid. 4.1), (b) sur l'approbation, par l'assemblée générale de GBL, d'une modification statutaire relative à l'introduction d'une structure de droit de vote double selon droit belge (cf. décision 756/01 du 13 février 2020, consid. 4.2) et (c) sur l'absence d'interdiction de l'offre (cf. décision 756/01 du 13 février 2020, consid. 4.3).

[20] Par décision 756/01 du 13 février 2020, la Commission a admis la validité des conditions susvisées (cf. ch. 2 du dispositif de la décision 756/01 du 13 février 2020). Elle a considéré que la condition (a) relative au seuil minimum d'acceptations avait effet jusqu'à l'échéance du délai d'offre, éventuellement prolongé (cf. décision 756/01 du 13 février 2020, consid. 4.1, ch. 17), et que les conditions (b) et (c) relatives à l'introduction d'une structure de droit de vote double et à l'absence d'interdiction de l'offre avaient effet jusqu'à l'exécution de celle-ci (cf. décision 756/01 du 13 février 2020, consid. 4.1, ch. 23 et 25), mais au plus tard, s'agissant de la condition (b), jusqu'à la prochaine assemblée générale, le cas échéant extraordinaire, de GBL (cf. décision 756/01 du 13 février 2020, consid. 4.1, ch. 23).

—

7. Actionnaires de référence de l'offrante

[21] En vertu de l'art. 19 al. 1 let. b OOPA, le prospectus contient des informations sur l'identité des actionnaires ou des groupes d'actionnaires qui détiennent plus de 3% des droits de vote de l'offrant et il indique le pourcentage de leur participation respective. Cette exigence s'applique tant aux actionnaires directs qu'aux ayants droit économiques (cf. décision 724/01 du 17 avril 2019 dans l'affaire *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, consid. 7).

[22] En l'espèce, le prospectus comporte les indications exigées par la loi (cf. prospectus, ch. 4.2).

—

8. Rapport du conseil d'administration

8.1 Dispositions applicables

[23] Aux termes de l'art. 132 al. 1, 1^{ère} phr., LIMF, le conseil d'administration de la société visée publie un rapport dans lequel il prend position sur l'offre ; les informations qui y figurent doivent être exactes et complètes (art. 132 al. 1, 2^{ème} phr., LIMF). Ce rapport a pour but principal de fournir aux actionnaires toutes les informations nécessaires pour leur permettre de prendre leur décision en toute connaissance de cause (art. 30 al. 1, 1^{ère} phr., OOPA).

8.2 Recommandation et conflit d'intérêts

[24] Selon l'art. 30 al. 3 OOPA, le rapport du conseil d'administration de la société visée peut recommander d'accepter l'offre ou de ne pas l'accepter. Il peut également en exposer les avantages et les inconvénients sans émettre de recommandation.

—

—

—



[25] Afin de fournir une appréciation utile aux actionnaires, le conseil d'administration doit être en mesure de rédiger son rapport de manière indépendante par rapport à l'offre et de présenter des informations objectives (cf. décision 724/01 du 17 avril 2019 dans l'affaire *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, consid. 8.2, ch. 26). Le rapport doit notamment préciser si certains membres du conseil d'administration ou de la direction supérieure présentent un conflit d'intérêts, et fournir des informations y relatives (art. 32 al. 1 OOPA).

[26] L'art. 32 al. 2 OOPA contient une liste non exhaustive de situations dans lesquelles l'existence d'un conflit d'intérêts est présumée et qui doivent être expressément révélées dans le rapport du conseil d'administration. Parmi elles figurent l'existence de rapports contractuels ou d'autres liens particuliers entre un administrateur et l'offrant (let. a), l'élection ou la réélection d'un administrateur sur proposition du second (let. b et c), la qualité d'organe ou d'employé assumée par un administrateur au sein de l'offrant (let. d), ou l'exercice du mandat d'un administrateur sur instructions de l'offrant (let. e).

[27] En présence de conflits d'intérêts, le conseil d'administration de la société visée doit adopter des mesures afin d'éviter que ceux-ci ne lèsent les intérêts des destinataires de l'offre (art. 32 al. 4 OOPA). Selon la pratique de la Commission, les mesures susceptibles de désamorcer ces conflits consistent dans la récusation des administrateurs confrontés à un conflit d'intérêts, dans la formation d'un comité indépendant du conseil d'administration de la société visée, constitué d'au moins deux administrateurs indépendants, ou dans l'établissement d'une attestation d'équité (*Fairness Opinion*; cf. décision 724/01 du 17 avril 2019 dans l'affaire *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, consid. 8.2, ch. 28 ; décision 699/01 du 31 juillet 2018 dans l'affaire *Bank Cler AG*, consid. 8.1.1, ch. 34).

[28] En l'espèce, le conseil d'administration de Pargesa se compose actuellement de quatorze membres : M. Paul Desmarais, Jr. (président), M. Gérald Frère (président-délégué), M. André Desmarais (vice-président), M. Jocelyn Lefebvre (vice-président), M. Bernard Daniel, M. Victor Delloye, M. Paul Desmarais III, M. Cedric Frère, Mme Ségolène Gallienne, M. Jean-Luc Herbez, Mme Barbara Kux, M. Xavier Le Clef, M. Michel Pébereau et M. Amaury-Daniel de Sèze.

[29] A l'exception de quatre membres (M. Bernard Daniel, M. Jean-Luc Herbez, Mme Barbara Kux et M. Michel Pébereau), dix membres du conseil d'administration de Pargesa sont exposés à un conflit d'intérêts au sens de l'art. 32 al. 1 OOPA, pour divers motifs, liés notamment aux fonctions exécutives et de surveillance qu'ils exercent au sein de la Fiducie familiale résiduaire Desmarais, la Fondation Frère-Bourgeois, Power, Parjointco, Parjointco Switzerland, GBL, ou d'autres sociétés contrôlées par les groupes Frère et Desmarais (cf. rapport du conseil d'administration, ch. 4.1.1). Selon le rapport du conseil d'administration, hormis leur qualité de membre de ce conseil, M. Bernard Daniel, M. Jean-Luc Herbez, Mme Barbara Kux et M. Michel Pébereau ne sont pas affiliés au groupes Frère et Desmarais, et ne se trouvent dès lors pas dans une situation de conflit d'intérêts en relation avec l'offre (cf. rapport du conseil d'administration, ch. 4.1.1). Le rapport précise encore que les membres de la direction générale de Pargesa, Mme Mariane Le Bourdieu et M. Mark Keller, se trouvent dans une situation de conflit d'intérêts en raison des fonctions exécutives qu'ils



exercent en parallèle au sein de Parjointco Switzerland (cf. rapport du conseil d'administration, ch. 4.2).

[30] Le rapport du conseil d'administration détaille les mesures prises en raison des conflits d'intérêts auxquels les membres du conseil d'administration et de la direction générale de Pargesa sont exposés, conformément à l'art. 32 al. 4 OOPA (cf. rapport du conseil d'administration, ch. 4.4). Pour remédier à ces conflits d'intérêts, le conseil d'administration a donné mandat à Rothschild & Co d'établir une *Fairness Opinion*, en qualité d'expert indépendant particulièrement qualifié. Cette *Fairness Opinion* a servi de base à la conclusion de l'accord de transaction du 11 avril 2020 (cf. *supra* let. I) ainsi qu'à la recommandation du conseil d'administration aux actionnaires de Pargesa d'accepter l'offre, adoptée lors d'une séance du 17 avril 2020 à l'unanimité des membres présents du conseil, y compris par trois des quatre membres du conseil qui ne se trouvaient pas dans une situation de conflit d'intérêts au sens de l'art. 32 al. 1 OOPA (cf. rapport du conseil d'administration, ch. 1). Le rapport du conseil précise que M. Bernard Daniel, temporairement empêché, n'a pas pu participer à la séance (*ibid.*).

[31] Il ressort de ce qui précède que la *Fairness Opinion* est en l'espèce nécessaire pour remédier aux conflits d'intérêts affectant la majorité des membres du conseil d'administration de Pargesa. Dans ces circonstances, la question de savoir si les conflits d'intérêts affectant les dix membres du conseil qui y sont exposés se répercutent sur les trois membres indépendants de ce conseil peut être laissée ouverte. Au demeurant, l'approche adoptée par le conseil d'administration, consistant à s'exprimer (subjectivement) sur l'offre et, se fondant sur la *Fairness Opinion* d'après laquelle les termes financiers de l'offre sont adéquats (cf. *infra* consid. 8.3), de recommander aux destinataires de celle-ci de l'accepter, est admise en pratique (cf. décision 724/01 du 17 avril 2019 dans l'affaire *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, consid. 8.2 ; décision 670/01 du 28 août 2017 dans l'affaire *ImmoMentum AG*, consid. 8.1).

8.3 *Fairness Opinion*

[32] Le conseil d'administration a confié à Rothschild & Co la tâche de se prononcer sur l'équité financière de l'offre par une *Fairness Opinion*. Dans son rapport du 11 mars 2020, Rothschild & Co a déterminé la valeur des actions Pargesa et des actions GBL, et évalué le rapport d'échange proposé dans le cadre de l'offre, en prenant comme date de référence le 6 mars 2020 et fondant ses analyses sur les trois méthodes principales suivantes, propres à l'évaluation de sociétés holdings d'investissement : (i) les méthodes d'évaluation fondées sur la valeur de marché (*market value-based valuation methods*), consistant notamment à examiner l'évolution historique du cours des actions Pargesa et des actions GBL au 6 mars 2020 ; (ii) la méthode du cours cible médian recommandé par les analystes (*analysts' median target price*), consistant à analyser le consensus sur les cours cibles recommandés par les analystes pour Pargesa et GBL au 6 mars 2020 ; et (iii) l'analyse ANR (actif net réévalué ; *NAV analyses*), soit une approche de valorisation caractéristique de sociétés holdings d'investissement (cf. *Fairness Opinion*, p. 28 et 31 ss).



[33] La plausibilité des résultats fondés sur ces trois méthodes a été vérifiée à l'aide des deux méthodes complémentaires suivantes : (i) la méthode des sensibilités obtenues sur la base d'une actualisation des flux de dividendes futurs (*dividend discount model valuation sensitivity*), basée sur les dividendes futurs attendus par les actionnaires, lesquels ont été actualisés au 6 mars 2020 en utilisant le coût des capitaux propres afin de refléter leur valeur actuelle et de prendre en compte leur profil de risques ; et (ii) la méthode du rapport d'échange ajusté en fonction du nombre d'actions (*adjusted exchange ratio based on number of shares*), consistant à dériver le rapport d'échange implicite qui aurait été appliqué si Pargesa avait distribué à ses actionnaires toutes les actions GBL détenues, après prise en compte de la situation d'endettement financier net et des autres actifs de Pargesa (cf. *Fairness Opinion*, p. 29 et 39 ss.).

[34] Se fondant sur les analyses et considérations présentées dans la *Fairness Opinion*, Rothschild & Co a conclu que le rapport d'échange appliqué à l'offre, en vertu duquel chaque action Pargesa donne droit à 0.93 action GBL, est financièrement équitable au 6 mars 2020 (cf. *Fairness Opinion*, p. 44 ss, en particulier p. 46).

[35] La Commission considère que la *Fairness Opinion* décrit de manière transparente, plausible et compréhensible les bases et les méthodes d'évaluation ainsi que les paramètres utilisés. Bien que la date retenue pour l'évaluation, à savoir le 6 mars 2020, soit antérieure à la date de la publication de l'annonce préalable, à savoir le 11 mars 2020, la Commission relève que la *Fairness Opinion* livre des informations transparentes à ce sujet. Sur interpellation de la Commission, Rothschild & Co a par ailleurs expliqué avoir retenu cette date à dessein afin d'assurer une cohérence entre les sources, plus particulièrement entre les actifs nets réévalués (*NAV*), disponibles sur une base hebdomadaire, et les autres données du marché (act. 29). La *Fairness Opinion* remplit donc les exigences de l'art. 30 al. 5 OOPA.

8.4 Rapport annuel ou intermédiaire

[36] Les derniers comptes annuels de Pargesa ont été arrêtés au 31 décembre 2019. Selon le calendrier provisoire de l'offre (cf. prospectus, ch. 11.7), le dernier jour du délai d'offre n'est pas postérieur de plus de six mois à la date de clôture des derniers comptes annuels publiés. Le rapport du conseil d'administration précise en outre que celui-ci n'a pas connaissance de changements significatifs relatifs à la situation patrimoniale ou financière de Pargesa, ou au regard des résultats ou perspectives d'affaires de Pargesa qui seraient survenus depuis le 1^{er} janvier 2020 et seraient susceptibles d'influer sur la décision des actionnaires de Pargesa en rapport avec l'Offre. Les exigences de la pratique de la Commission sont dès lors respectées (cf. décision 724/01 du 17 avril 2019 dans l'affaire *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, consid. 8.4, ch. 37 ; décision 711/02 du 25 janvier 2019 dans l'affaire *CEVA Logistics AG*, consid. 9.4, ch. 58).



8.5 Autres informations

[37] Pour le surplus, le rapport contient les informations exigées par les dispositions du droit des offres publiques d'acquisition.

—

9. Publication

[38] La présente décision sera publiée sur le site Internet de la Commission le jour de la publication du prospectus (art. 138 al. 1 LIMF en relation avec l'art. 65 al. 1 OOPA).

—

10. Emolument

[39] En vertu de l'art. 117 al. 2 OIMF, l'émolument prélevé par la Commission pour l'examen d'une offre est calculé proportionnellement à la valeur de la transaction. En principe, il s'élève au minimum à CHF 50'000 et n'excède pas CHF 250'000 (art. 117 al. 3, 1^{ère} phr., OIMF). Dans des cas particuliers, l'émolument peut être augmenté ou réduit dans des proportions pouvant aller jusqu'à 50%, selon l'ampleur et la difficulté de la transaction (art. 117 al. 3, 2^{ème} phr., OIMF). En cas d'offre d'échange de valeurs mobilières cotées en bourse, le montant total de l'offre est calculé sur la base du cours moyen, pondéré en fonction des volumes, des transactions en bourse des soixante jours de bourse précédant la publication de l'offre ou l'annonce préalable (art. 117 al. 4, 1^{ère} phr., OIMF), à moins que l'échange ne porte sur des titres illiquides (cf. art. 117 al. 4, 2^{ème} phr., OIMF). Pour déterminer la valeur de la transaction, tous les titres et dérivés de participation visés par l'offre sont pris en compte, de même que les titres acquis dans les douze mois précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable (cf. décision 726/02 du 10 mai 2019 dans l'affaire *Panalpina Weltransport (Holding) AG*, consid. 13). En outre, la valeur de l'opération tient compte des titres acquis par l'offrant et les personnes agissant de concert avec lui depuis la publication de l'annonce préalable (*ibid.*).

[40] L'offre de Parjointco Switzerland porte sur un total de 37'680'640 actions au porteur Pargesa valorisées au prix de CHF 87.8199. Ce prix correspond au cours moyen des transactions sur le marché Euronext Bruxelles, pondéré en fonction des volumes, portant sur les actions GBL pendant les soixante jours de bourse qui ont précédé l'annonce préalable de l'offre, converti en francs suisses au cours EUR/CHF du 11 mars 2020 (1.0582), à savoir CHF 94.43, et multiplié par le rapport d'échange appliqué dans le cadre de l'offre, à savoir 0.93 action GBL par action au porteur Pargesa. Au cours des douze mois qui ont précédé la publication de l'annonce préalable, l'offrante et les personnes agissant de concert avec elle ont acquis (i) 8'355 actions au porteur Pargesa au prix unitaire de CHF 70.55, (ii) 275 actions au porteur Pargesa au prix unitaire de CHF 78.60, (iii) 390 actions au porteur Pargesa au prix unitaire de CHF 82.20, (iv) 592 actions au porteur Pargesa au prix unitaire de CHF 80.40, (v) 1'019 actions au porteur Pargesa au prix unitaire de CHF 80.90, (vi) 229 actions au porteur Pargesa au prix unitaire de CHF 77.90, (vii) 361 actions au porteur Pargesa au prix unitaire de CHF 74.50 et (viii) 1'648 actions au porteur Pargesa au prix unitaire

—

—

—



de CHF 76.10 (cf. prospectus, ch. 4.7.2). L'offrante et les personnes agissant de concert avec elle n'ont pas acquis d'actions au porteur Pargesa ou de dérivés ayant ces titres comme principal sous-jacent depuis la publication de l'annonce préalable (cf. art. 27).

[41] Il découle de ce qui précède que la valeur totale de la transaction s'élève à CHF 3'310'053'335. En application de l'art. 117 al. 2 à 4 OIMF, l'émolument mis à la charge de l'offrante est fixé à CHF 250'000. L'émolument prélevé au titre de la décision 756/01 du 13 février 2020, d'un montant de CHF 40'000, n'est pas déduit de ce montant (art. 118 al. 3 *a contrario* OIMF).

—



La Commission des OPA décide :

1. L'offre de Parjointco Switzerland SA portant sur les actions au porteur de Pargesa Holding SA est conforme aux dispositions légales et réglementaires en matière d'offres publiques d'acquisition.
2. La présente décision sera publiée sur le site de la Commission des OPA le jour de la publication du prospectus.
3. L'émolument à charge de Parjointco Switzerland SA est fixé à CHF 250'000.

Le président :

Thomas A. Müller

Notification aux parties :

- Parjointco Switzerland SA et Pargesa Holding SA, représentées par M^{es} Jacques Iffland et Ariel Ben Hattar, Lenz & Staehelin AG, Genève.

Communication :

- BDO AG, organe de contrôle.

Recours (art. 140 de la loi sur l'infrastructure des marchés financiers, RS 958.1)

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, Laupenstrasse 27, CH-3003 Berne. Le délai commence à courir le premier jour de bourse suivant la notification de la décision. Le recours doit respecter les exigences des art. 140 al. 2 LIMF et 52 PA (RS 172.021).

—