



## Décision 756/01

du 13 février 2020

### Questions préliminaires concernant l'offre publique d'échange envisagée par Parjointco N.V. pour toutes les actions au porteur de Pargesa Holding SA

#### Faits :

##### A.

Pargesa Holding SA (**Pargesa**) 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. Cette clause a été inscrite au registre du commerce le 17 juin 1999.

##### B.

Selon les informations disponibles auprès de l'Instance pour la publicité des participations de SIX, 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, 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.

##### C.

Selon les informations qu'elle a communiquées à la Commission des OPA (la **Commission**), Parjointco est détenue à parts égales par deux groupes familiaux :



- d’une part, par Stichting Administratiekantoor Frère-Bourgeois 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**).

#### D.

L’actif principal de Pargesa consiste en une participation indirecte représentant 50.0% du capital et 50.8% des droits de vote du Groupe Bruxelles Lambert (**GBL**). GBL est une société belge dont le siège se trouve à Bruxelles et dont les actions sont cotées sur le marché Euronext Bruxelles (les **actions GBL**). Elle est une société faîtière qui 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’entièreté du capital-actions.

#### E.

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.

#### F.

Le 13 décembre 2019, Power et Financière Power ont annoncé une réorganisation du groupe Power. Power et Financière Power ont convenu d’une opération dans le cadre de laquelle les actionnaires de Financière Power autres que Power se verront remettre une contrepartie en actions et une contrepartie en espèces en lieu de leurs actions ordinaires de Financière Power. A l’issue de cette opération, Power détiendra la totalité des actions ordinaires de Financière Power. Seules les actions privilégiées de Financière Power resteront cotées à la TSX.



#### G.

Les documents constitutifs de Power prévoient un droit préférentiel de souscription en faveur des détenteurs d'actions privilégiées participantes de Power. Ce droit préférentiel de souscription est exerçable dans le cas où il est proposé d'émettre des actions comportant des droits de vote limités de Power. Les entités contrôlées par la Fiducie familiale résiduaire Desmarais ont annoncé qu'elles exerceraient leur droit préférentiel de souscription à la hauteur d'environ cinq à six millions des quelques 30 millions d'actions privilégiées participantes de Power qu'elles ont le droit d'acheter. Tenant compte de l'émission d'actions privilégiées participantes de Power, il est estimé, à la date de la présente décision, que la Fiducie familiale résiduaire Desmarais exercera un contrôle sur environ 50.2 à 50.6% des droits de vote de Power.

#### H.

Le 15 janvier 2020, Parjointco a saisi la Commission d'une requête tendant à faire constater plusieurs questions juridiques concernant une offre publique d'échange envisagée portant sur les actions au porteur Pargesa (act. 1/1).

#### I.

Le 16 janvier 2020, Parjointco a fait parvenir à la Commission une requête modifiée, datée de la veille (la **Requête**), comportant les conclusions suivantes :

*« I. La clause d'opting out figurant à l'article 10 des statuts de Pargesa déploie ses effets à l'égard de tout actionnaire ou groupe d'actionnaires qui franchirai(en)t le seuil de 33⅓% des droits de vote de Pargesa.*

*II. Dans le cadre de l'offre publique d'échange envisagée (telle que décrite plus bas), l'Offrante (telle que définie plus bas) pourrait subordonner le succès de l'offre aux faits que :*

*(i) à l'échéance de la période d'offre (éventuellement prolongée), elle ait reçu des déclarations d'acceptation valables pour un nombre d'actions au porteur de Pargesa qui, additionné au nombre d'actions Pargesa détenues par les personnes qui agiraient de concert avec l'Offrante, représenterait au moins 90% des droits de vote de Pargesa ;*

*(ii) l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de GBL ait accepté la modification des statuts de GBL relative au droit de vote double pour les actions GBL entièrement libérées qui sont inscrites depuis au moins deux années sans interruption au nom du même actionnaire dans le registre des actions nominatives, suivant les modalités prévues par le nouveau code des sociétés et des associations belge ; et*

*(iii) aucune autorité judiciaire ou administrative n'ait rendu de décision empêchant, prohibant ou qualifiant d'inadmissible l'offre ou son exécution.*

*III. L'absorption de Pargesa par l'Offrante, dans les six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation de l'offre, dans le cadre d'une fusion par indemnisation (au sens des articles 8 al. 2 et 18 al. 5 LFus) impliquant la remise aux actionnaires minoritaires*



*de Pargesa d'un droit à se faire remettre un nombre d'actions GBL correspondant à celui offert dans le cadre de l'offre publique d'échange envisagée, ne contreviendrait pas à la règle du meilleur prix de l'article 10 OOPA. Une condamnation éventuelle postérieure de l'entité résultant de la fusion de l'Offrante et de Pargesa à verser une soulte aux actionnaires minoritaires de Pargesa en application de l'article 105 LFus ne contreviendrait pas non plus à la règle du meilleur prix de l'article 10 OOPA.*

*IV. La mise à terme du plan de stock options de Pargesa, impliquant l'exercabilité immédiate de l'ensemble des options octroyées en application de ce plan, ainsi que l'abréviation de la période d'exercice de ces options pour que cette dernière corresponde à la fin de la période d'acceptation de l'offre publique d'échange envisagée, respecterait le principe d'égalité de traitement des articles 127 al. 2 LIMF et 9 ss. OOPA.*

*V. Les entités réglementées détenues par Corporation Financière Power et ses filiales (telles que définies plus bas) n'agiraient pas de concert avec l'Offrante dans le cadre de l'offre publique d'échange envisagée. »*

**J.**

Selon la Requête (act. 3/1, p. 7 ss), les groupes Frère et Desmarais étudient la possibilité de simplifier la structure actuelle du groupe Pargesa en transférant l'actionnariat public de Pargesa vers GBL et, ensuite, en décotant Pargesa de la SIX. Pour atteindre cet objectif, ils envisagent la transaction suivante (la **Transaction Envisagée**) :

- a. Parjointco établirait une nouvelle société anonyme en Suisse (l'**Offrante**) dont elle détiendrait toutes les 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 détient dans GBL, correspondant au nombre de titres GBL qui seraient remis aux actionnaires minoritaires de Pargesa (étapes (c) et (e) 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 ensuite une offre publique d'échange pour l'ensemble des actions au porteur Pargesa en mains du public. L'offre serait soumise aux conditions suivantes :
  - (i) les actions au porteur de Pargesa qui seraient présentées à l'acceptation permettent à l'Offrante – avec les actions Pargesa déjà en mains des groupes Frère et Desmarais par l'intermédiaire de Parjointco – de détenir au moins 90% des droits de vote de Pargesa ;



- (ii) l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de GBL ait accepté la modification des statuts de GBL relative à un droit de vote double pour les actions de cette société entièrement libérées qui sont inscrites depuis au moins deux années sans interruption au nom du même actionnaire dans le registre des actions nominatives ; et
- (iii) aucune autorité judiciaire ou administrative n'ait rendu de décision empêchant, prohibant ou qualifiant d'inadmissible l'offre envisagée ou son exécution.

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.

- d. 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.
- e. 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. Dans le cadre de cette fusion, les actionnaires minoritaires de Pargesa obtiendraient, en contrepartie de leurs actions au porteur Pargesa, le droit de se faire remettre un nombre d'actions GBL correspondant au nombre d'actions GBL remis dans le cadre de l'offre d'échange. Les actions au porteur Pargesa seraient décotées de la SIX lors de l'exécution de la fusion.
- f. 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, dans la mesure où l'entité résultant de la fusion de l'Offrante et de Pargesa serait à la fois débitrice et créancière de cette obligation.

A l'issue des opérations susmentionnées, Parjointco serait la seule actionnaire de l'entité résultant de la fusion de l'Offrante et de Pargesa. Cette dernière entité détiendrait à son tour une participation de l'ordre de 28% au capital de GBL. Cette participation représenterait environ 43% des droits de vote de GBL.

#### K.

Par courriel du 16 janvier 2020, les conseils de Parjointco ont informé la Commission qu'ils représentaient également Pargesa dans le cadre de la Requête et que Pargesa soutenait celle-ci (act. 5/1).

#### L.

Sur demande de la Commission du 17 janvier 2020 (act. 6), Parjointco lui a fait parvenir, le 21 janvier 2020, un courrier de Pargesa (act. 8/1) confirmant que celle-ci avait connaissance de la Requête et qu'elle la soutenait.

#### M.

Sur demande orale de la Commission du 23 janvier 2020, Parjointco lui a fourni des informations complémentaires sur certains points de la Requête par courriel du 28 janvier 2020 (act. 9/1).



**N.**

Sur interpellation de la Commission (act. 10), Parjointco a, le 28 janvier 2020, requis celle-ci de ne pas publier la présente décision avant que la Transaction Envisagée n'ait été annoncée publiquement (act. 11).

**O.**

Une délégation de la Commission formée de Jean-Luc Chenaux (président), Lionel Aeschlimann et Thomas Rufer a été constituée pour se prononcer sur la Requête.

—

**Droit :**

## **1. Aspects procéduraux**

### **1.1 Langue de la décision**

[1] A teneur de l'art. 66 al. 2 OOPA, les décisions de la Commission sont rédigées dans une langue officielle, en principe celle qui est parlée au siège suisse de la société visée.

[2] En l'espèce, Pargesa a son siège à Genève, de sorte que la présente décision est rendue en français.

### **1.2 Recevabilité**

#### **1.2.1 Conclusion no. 2 de la Requête**

[3] L'offrant peut soumettre à la Commission le projet d'une annonce préalable avant sa publication (art. 59 al. 1 OOPA). Selon l'art. 59 al. 2, 1<sup>ère</sup> phr., OOPA, la Commission ouvre une procédure et invite la société visée à prendre position.

[4] La conclusion no. 2 de la Requête concerne l'examen des conditions auxquelles l'offre publique d'échange envisagée serait subordonnée. Il est constant que cette conclusion s'inscrit dans le champ d'application de l'art. 59 al. 1 OOPA, de sorte que la Commission entre en matière sur cette conclusion.

#### **1.2.2 Conclusions no. 1 et 3 à 5 de la Requête**

[5] Selon l'art. 25 al. 2 PA (en relation avec l'art. 139 al. 1 LIMF), l'autorité compétente donne suite à une demande de constatation si le requérant prouve qu'il a un intérêt digne de protection, à savoir un intérêt actuel de droit ou de fait à la constatation de l'existence ou de l'inexistence d'un rapport de droit (cf. ATF 132 V 166, consid. 7 ; ATF 129 V 289, consid. 2.1). En matière d'OPA, la pratique exige par ailleurs du requérant qu'il démontre l'existence d'une incertitude juridique directe et actuelle, à laquelle une décision de constatation est propre à remédier



(cf. décision 745/01 du 25 octobre 2019 dans l'affaire *LEM Holding SA*, consid. 1.2 ; décisions 672/08 et 672/09 du 11 juillet 2019 dans l'affaire *SHL Telemedicine Ltd.*, consid. 2).

[6] Les conclusions no. 1 et 3 à 5 de la Requête concernent respectivement la validité de la clause d'opting out contenue à l'art. 10 des statuts de Pargesa (conclusion no. 1), la compatibilité avec la règle du meilleur prix (*Best Price Rule* ; art. 10 OOPA) de la fusion par indemnisation prévue postérieurement à l'offre publique d'échange envisagée (conclusion no. 3), le traitement des plans de participation (*stock options*) émis par Pargesa dans le cadre de cette offre (conclusion no. 4) et la question de savoir si Power et les entités qu'elle contrôle agiraient de concert avec l'Offrante dans le cadre de l'offre envisagée (conclusion no. 5).

[7] Il est constant qu'il existe une incertitude juridique directe et actuelle en relation avec les conclusions no. 1 et 3 à 5 de la Requête, à laquelle une décision de constatation est propre à remédier. Parjointco dispose d'un intérêt digne de protection à ce que soient levées les incertitudes liées à ces conclusions. Les constatations sollicitées par Parjointco revêtent pour elle une utilité tangible, de sorte qu'elle dispose d'un intérêt direct et actuel à la résolution des questions dont la Commission est saisie. De fait, la faisabilité et l'opportunité de la Transaction Envisagée dépendent de la décision de la Commission concernant les conclusions no. 1 et 3 à 5 de la Requête. Par suite, la Commission entre en matière sur les conclusions no. 1 et 3 à 5 de la Requête. Il s'ensuit que celle-ci est recevable.

—

## 2. Questions juridiques

[8] La Requête soumet les questions juridiques suivantes à l'appréciation de la Commission. D'abord, la Commission est chargée d'examiner la validité de la clause d'opting out figurant à l'art. 10 des statuts de Pargesa (cf. *infra* consid. 3). Elle doit ensuite déterminer si les conditions prévues dans l'offre publique d'échange envisagée sont admissibles du point de vue du droit des OPA (cf. *infra* consid. 4), puis se prononcer sur la portée de la *Best Price Rule* dans le cadre d'une fusion par indemnisation au sens de l'art. 8 al. 2 en relation avec l'art. 18 al. 5 LFus (cf. *infra* consid. 5). La Commission examinera plus loin la question du traitement des plans de participation (*stock options*) émis par Pargesa dans le cadre d'une éventuelle offre (cf. *infra* consid. 6). Enfin, il s'agit de déterminer s'il existe une action de concert, au sens de l'art. 11 OOPA, entre Power et les entités qu'elle contrôle, d'une part, et l'Offrante, d'autre part, dans le cadre de l'offre publique d'échange envisagée (cf. *infra* consid. 7).

—

## 3. Validité de la clause statutaire d'opting out de Pargesa

[9] L'art. 10 des statuts de Pargesa contient une clause d'opting out. Cette disposition prévoit que 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.* »

—

—

—





[10] Parjointco demande à la Commission de constater que cette clause statutaire d'opting out est valable.

[11] Selon l'art. 125 al. 3 LIMF, les sociétés cotées peuvent prévoir dans leurs statuts qu'un offrant n'est pas tenu de présenter une offre publique d'acquisition conformément aux art. 135 et 163 LIMF avant que leurs titres de participation ne soient cotés en bourse selon les conditions prévues à l'art. 125 al. 1 LIMF. L'ancien art. 53, 1<sup>ère</sup> phr., LBVM, en vigueur jusqu'au 1<sup>er</sup> mai 2013, prévoyait que les sociétés cotées pouvaient, dans l'intervalle de deux ans à compter de l'entrée en vigueur de la LBVM le 1<sup>er</sup> janvier 1998, inscrire dans leurs statuts une clause d'opting out. Dans cette éventualité, l'art. 22 al. 3 LBVM n'était pas applicable (art. 53, 2<sup>ème</sup> phr., LBVM, dans sa teneur en vigueur jusqu'au 1<sup>er</sup> mai 2013).

[12] En l'espèce, la clause d'opting out prévue à l'art. 10 des statuts de Pargesa a été inscrite au registre du commerce du canton de Genève le 17 juin 1999, c'est-à-dire avant l'échéance du délai transitoire de deux ans de l'art. 53, 1<sup>ère</sup> phr., LBVM, dans sa teneur en vigueur jusqu'au 1<sup>er</sup> mai 2013. Cette clause d'opting out déploie ses effets aussi sous le droit actuel. Le fait que l'art. 10 des statuts de Pargesa se réfère aux anciennes dispositions de la LBVM et non aux dispositions de la LIMF ne conduit pas à un résultat différent. L'abrogation de l'ancien art. 53 LBVM lors de la modification de la LBVM entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> mai 2013 n'affecte pas non plus la validité de la clause d'opting out de Pargesa. Cette abrogation s'explique par le fait que le législateur a considéré que le maintien de l'art. 53 LBVM, dans sa teneur en vigueur jusqu'au 1<sup>er</sup> mai 2013, ne se justifiait pas. En procédant ainsi, le but du législateur n'était pas de mettre en cause la validité des clauses d'opting out qui avaient été adoptées pendant le délai transitoire de deux ans suivant l'entrée en vigueur de la LBVM le 1<sup>er</sup> janvier 1998.

[13] Il découle de ce qui précède que la clause d'opting out figurant à l'art. 10 des statuts de Pargesa est valable et déploie ses effets à l'égard de tout actionnaire ou groupe d'actionnaires qui franchirai(en)t le seuil de 33⅓% des droits de vote de Pargesa. Partant, l'offre publique d'échange envisagée constituerait une offre volontaire et ne serait pas soumise aux règles sur le prix minimum de l'art. 135 al. 2 LIMF. L'Offrante serait libre d'en fixer le prix (art. 9 al. 5, 1<sup>ère</sup> phr., et al. 6 *a contrario* OOPA).

## 4. Conditions de l'offre

### 4.1 Condition (a) : participation minimale de 90%

[14] La condition (a) du projet d'annonce préalable de l'offre envisagée subordonne celle-ci à la condition qu'à l'échéance de la période d'offre, l'Offrante ait reçu des déclarations d'acceptation valables pour un nombre d'actions Pargesa qui, additionné aux actions Pargesa détenues par l'Offrante, représente au moins 90% des droits de vote de Pargesa. Cette condition (a) s'appliquerait jusqu'à l'échéance de la période d'offre éventuellement prolongée (cf. projet d'annonce préalable de l'offre, conditions, para. 4).





[15] Selon la pratique constante de la Commission, une offre publique d'acquisition peut être subordonnée à un pourcentage minimum d'acceptations, à condition toutefois que le seuil minimum d'acceptations ne soit pas déraisonnablement élevé, ni que l'accomplissement de la condition apparaisse d'emblée irréaliste (cf. décision 726/02 du 10 mai 2019 dans l'affaire *Panalpina Welttransport (Holding) AG*, consid. 6.1).

[16] En l'espèce, outre l'ensemble des actions nominatives Pargesa, Parjointco détient 51% des 77'214'700 actions au porteur Pargesa. Pour obtenir 90% des droits de vote de Pargesa, l'Offrante devrait donc obtenir un minimum d'acceptations de 59%, soit un taux inférieur au 66⅔% que la Commission admet en principe dans sa pratique constante (cf. décisions 548/01 du 2 octobre 2013 dans l'affaire *Acino Holding AG*, consid. 6.1 ; décision 499/01 du 13 décembre 2011 dans l'affaire *Newave Energy Holding AG*, consid. 6.1).

[17] Il découle de ce qui précède que la condition (a) prévue dans le projet d'annonce préalable de l'offre est admissible et a effet jusqu'à l'échéance du délai d'offre, éventuellement prolongé.

#### **4.2 Condition (b) : approbation d'une structure de droit de vote double dans les statuts de GBL**

[18] La condition (b) du projet d'annonce préalable de l'offre envisagée subordonne celle-ci à la condition qu'une assemblée générale extraordinaire de GBL accepte une modification statutaire relative au droit de vote double attribué aux actions GBL entièrement libérées qui sont inscrites depuis au moins deux années sans interruption au nom du même actionnaire dans le registre des actions nominatives de GBL.

[19] Une offre publique ne peut être soumise à condition qu'en présence d'un intérêt justifié de l'offrant (art. 13 al. 1, 1<sup>ère</sup> phr., OOPA). En principe, elle ne peut être subordonnée qu'à des conditions sur l'accomplissement desquelles l'offrant ne peut pas exercer d'influence déterminante (art. 13 al. 2 OOPA). Les conditions potestatives sont donc exclues.

[20] Selon Parjointco, le code des sociétés et des associations belge permet aux sociétés belges dont les actions sont cotées en bourse de récompenser leurs actionnaires fidèles par un renforcement de leurs droits de vote. Les statuts de ces sociétés peuvent ainsi conférer un droit de vote double aux actions entièrement libérées qui sont inscrites depuis au moins deux années sans interruption au nom du même actionnaire dans le registre des actions nominatives. Une telle disposition statutaire doit être adoptée lors d'une assemblée générale des actionnaires avec une majorité des deux tiers des voix exprimées. Selon Parjointco, le conseil d'administration de GBL envisage de modifier les statuts de cette société dans ce sens lors d'une assemblée générale prévue au mois d'avril 2020. Il est ainsi prévu de subordonner le succès de l'offre d'échange faite aux actionnaires de Pargesa à l'approbation de cette modification statutaire par les actionnaires de GBL (act. 3/1, p. 12 s.).



[21] Le transfert de l'actionnariat public de Pargesa dans GBL aurait pour conséquence de diluer la participation que les groupes Frère et Desmarais détiennent dans GBL. Leur participation tomberait en-dessous de 28%. Selon Parjointco, une telle participation ne suffirait pas « *pour préserver le contrôle que les groupes Frère et Desmarais exercent actuellement sur GBL* » (act. 3/1, p. 8). Ce n'est qu'avec le régime de droit de vote double envisagé que les groupes Frère et Desmarais détiendraient environ 43% des droits de vote de GBL. Par ailleurs, Parjointco met en évidence que la Transaction Envisagée aurait pour but d'améliorer la situation des actionnaires minoritaires au sein de Pargesa et de GBL en visant une réduction de la décote avec laquelle les actions Pargesa sont actuellement traitées en bourse, mais que cette amélioration ne devrait pas s'opérer au détriment du contrôle exercé par les actionnaires de référence existants.

[22] L'intérêt de l'Offrante à faire dépendre l'offre envisagée, qualifiée d'offre volontaire (cf. *supra* ch. [13]), d'une condition tendant à l'introduction d'un régime de droit de vote double au sein de GBL repose sur des motifs pertinents et objectifs, et paraît justifié au sens de l'art. 13 al. 1 OOPA. Parjointco a démontré un intérêt légitime à ce que l'Offrante s'exonère du risque que la modification des statuts de GBL soit refusée. La prévention contre ce risque apparaît en l'espèce fondée et elle entre dans un rapport de connexité avec l'offre envisagée, en ce sens qu'elle paraît essentielle dans son économie. A cela s'ajoute que le résultat du vote au sein de GBL ne relève pas de la sphère d'influence de l'Offrante étant donné que ce vote sera soumis à une majorité des deux tiers des voix exprimées lors de l'assemblée générale (cf. *supra* ch. [20]). La condition (b) répond ainsi à l'intérêt justifié de l'Offrante et semble également s'inscrire dans l'intérêt des actionnaires de Pargesa.

[23] Il découle de ce qui précède que la condition (b) prévue dans le projet d'annonce préalable de l'offre est admissible et a effet jusqu'à l'exécution de l'offre, au plus tard toutefois jusqu'à la prochaine assemblée générale, le cas échéant extraordinaire, de GBL.

#### 4.3 Condition (c) : absence d'interdiction

[24] La condition (c) du projet d'annonce préalable de l'offre envisagée subordonne celle-ci à la condition qu'aucune autorité judiciaire ou administrative n'ait rendu de décision empêchant, prohibant ou qualifiant d'inadmissible l'Offre ou son exécution. Cette condition s'appliquerait jusqu'à l'exécution de l'offre (cf. projet d'annonce préalable de l'offre, conditions, para. 6).

[25] Selon la pratique de la Commission, une telle condition est admissible au regard de l'art. 13 OOPA et elle a effet jusqu'à l'exécution de l'offre (cf. décision 752/01 du 28 novembre 2019 dans l'affaire *BFW Liegenschaften AG*, consid. 5.2).

—



## 5. La portée de la *Best Price Rule* en relation avec une fusion par indemnisation selon la LFus

### 5.1 Introduction

[26] La Transaction Envisagée prévoit notamment que l'Offrante absorberait Pargesa en cas de succès de l'offre dans le cadre d'une fusion avec dédommagement obligatoire (fusion par indemnisation) au sens de l'art. 8 al. 2 en relation avec l'art. 18 al. 5 LFus. Dans ce cadre, les actionnaires minoritaires de Pargesa obtiendraient un droit à la remise d'un nombre d'actions GBL correspondant à celui qu'ils auraient reçu s'ils avaient accepté l'offre d'échange. En cas de contestation judiciaire de l'adéquation de la contre-prestation remise aux actionnaires résiduels de Pargesa dans le cadre de la fusion par indemnisation envisagée, l'Offrante pourrait en théorie être condamnée à payer une soulte en espèces à ces derniers (cf. act. 3/1, p. 14 ; act. 9/1, p. 3 s.). Dans ce contexte, il convient de déterminer, d'une part, dans quelle mesure la conclusion d'une fusion par indemnisation est susceptible de déclencher l'application de la *Best Price Rule* et, d'autre part, si la condamnation éventuelle au versement d'une soulte conformément à l'art. 105 LFus est susceptible de tomber dans le champ d'application de cette règle.

### 5.2 Dispositions applicables

[27] 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*).

[28] Aux termes de l'art. 137 al. 1, 1<sup>ère</sup> phr., LIMF, l'offrant peut, dans un délai de trois mois, demander au tribunal d'annuler les titres de participation restants, s'il détient, à l'expiration de l'offre, plus de 98% des droits de vote de la société visée. Cette dernière émet à nouveau ces titres de participation et les remet à l'offrant, soit contre paiement du montant de l'offre, soit contre exécution de l'offre d'échange en faveur des propriétaires des titres de participation annulés (art. 137 al. 2 LIMF).

[29] Dans l'hypothèse où l'offrant ne détient pas 98% des droits de vote de la société visée mais seulement 90%, il a la possibilité d'en prendre le contrôle intégral au moyen d'une fusion par indemnisation (art. 8 al. 2 et 18 al. 5 LFus). Conformément à l'art. 18 al. 5 LFus, la décision qui parachève la fusion par indemnisation, prise en assemblée générale, doit recueillir l'approbation de « 90% au moins des associés de la société transférante qui disposent d'un droit de vote ». L'art. 105 LFus autorise tout actionnaire exclu de la société transférante à attaquer en justice le montant du dédommagement convenu entre les sociétés fusionnantes et d'exiger, s'il y a lieu, le versement d'un montant compensatoire (soulte).



### 5.3 Pratique de la Commission

[30] La Commission n'a jamais tranché la question de savoir si la condamnation éventuelle au versement d'une soulte en application de l'art. 105 LFus dans le cadre d'une fusion conclue dans le délai de six mois de l'art. 10 al. 1 OOPA est assimilable à une opération déclenchant l'application de la *Best Price Rule*.

[31] Dans une ancienne affaire *Maag Holding AG*, la Commission a considéré qu'une fusion subséquente à une offre publique d'acquisition s'inscrit dans le champ d'application de la *Best Price Rule* si le contrat de fusion est conclu dans les six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation (cf. recommandation 220/02 du 9 mars 2005 dans l'affaire *Maag Holding AG*, consid. 1.2.1.3).

[32] Dans une affaire plus récente, la Commission a évoqué, sans la trancher, la question de savoir si la condamnation éventuelle au versement d'une soulte conformément à l'art. 105 LFus tombe dans le champ d'application de la *Best Price Rule* (cf. décision 730/01 du 28 mai 2019 dans l'affaire *Alpiq Holding AG*). Dans cette affaire, la Commission a ainsi relevé (décision 730/01 du 28 mai 2019 dans l'affaire *Alpiq Holding AG*, ch. 43 ss) :

« [43] Nach Vollzug des Kaufangebots soll eine Squeeze out-Transaktion stattfinden. Je nach Art der Squeeze out-Transaktion (d.h. Squeeze out-Fusion oder Kraftloserklärungsklage) wird der Squeeze out vor oder nach der Dekotierung der Alpiq-Namenaktien erfolgen [...].

#### 4.4.2 Keine Verletzung der Best Price Rule

[44] Sofern die Squeeze out-Transaktion innert sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist erfolgt, was für das Kraftloserklärungsverfahren der Fall sein dürfte, findet die Best Price Rule Anwendung. Im Falle des Squeeze out-Fusion wird der Fusionsvertrag erst nach der zeitlichen Geltungsdauer der Best Price Rule unterzeichnet werden, um die Risiken im Zusammenhang mit einer allfälligen Anfechtungsklage gemäss Art. 105 FusG („gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Ausgleichszahlung“) zu minimieren.

[45] Unabhängig von der Art der Squeeze out-Transaktion (d.h. Squeeze out-Fusion oder Kraftloserklärungsklage) sollen diejenigen Empfänger des Angebots, welche das Kaufangebot nicht angenommen haben, den im Rahmen des Kaufangebots bezahlten Angebotspreis erhalten. Relevante Nebenleistungen, die im Zusammenhang mit der Squeeze out-Transaktion an einzelne Aktionäre ausgerichtet werden, sind nicht ersichtlich [...]. Vor diesem Hintergrund sind die entsprechenden Erwerbe mit der Best Price Rule vereinbar. »

[33] Il ressort des décisions susvisées que la Commission a considéré que la *Best Price Rule* était applicable dans l'hypothèse d'une fusion par indemnisation au sens de l'art. 8 al. 2 en relation avec l'art. 18 al. 5 LFus, pour autant que le contrat de fusion ait été conclu dans les six mois qui



suivent l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation. Par ailleurs, il découle de la motivation présentée dans l'affaire *Alpiq Holding AG*, assimilable à un *obiter dictum*, que la condamnation judiciaire au versement d'une soulte dans le cadre d'une fusion par indemnisation tomberait aussi dans le champ d'application de la *Best Price Rule*.

#### 5.4 Opinions doctrinales

[34] Plusieurs contributions doctrinales discutent la portée de la *Best Price Rule* en relation avec une fusion par indemnisation, et elles assimilent la condamnation au versement d'une soulte en application de l'art. 105 LFus au paiement d'un prix pertinent au sens de la *Best Price Rule*.

[35] Dans une contribution récente, RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/TINO GABERTHÜEL estiment que « *[a]uch wenn die Klage [au sens de l'art. 105 LFus] die Rechtswirksamkeit des Vorganges nicht hindert bzw. hemmt, hat der Anbieter bei der Barabfindungsfusion keine Gewissheit, dass er den Minderheitsaktionären am Ende nicht eine höhere Abfindung ausrichten muss, als er unter dem Angebot bezahlt hat* » (RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/TINO GABERTHÜEL, *Öffentliche Kaufangebote*, 4<sup>ème</sup> éd., Zurich/Bâle/Genève 2020, no. 844). Cette appréciation est également partagée dans l'édition précédente de cet ouvrage (RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/JACQUES IF-FLAND/TINO GABERTHÜEL, *Öffentliche Kaufangebote*, 3<sup>ème</sup> éd., Zurich/Bâle/Genève 2014, no. 782). Ces auteurs s'expriment expressément en faveur d'une solution bénéfique aux « *Minderheitsaktionäre* » – c'est-à-dire à tous les actionnaires, et pas seulement aux actionnaires parties à la procédure selon l'art. 105 LFus – si un dédommagement plus élevé devait être décidé dans le cadre d'une action fondée sur l'art. 105 LFus.

[36] Dans une contribution antérieure, MARIE JENNY souligne que « [...] si le contrat de fusion est conclu dans les six mois qui suivent l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation, la règle du meilleur prix est applicable, avec pour conséquence que l'offrant doit augmenter le prix de l'offre en faveur de tous les actionnaires qui l'ont acceptée et au niveau du dédommagement par hypothèse plus élevé auquel il consent dans le contrat de fusion. [...] L'offrant est alors exposé au risque que l'action [au sens de l'art. 105 LFus] aboutisse et qu'il doive en définitive verser à tous les actionnaires le dédommagement plus élevé alloué par le juge » (MARIE JENNY, *La protection de l'offrant dans les offres publiques d'acquisition – La sécurité juridique à l'épreuve de la pratique*, thèse, Genève/Zurich 2018, Schulthess Éditions Romandes, p. 516).

[37] La doctrine plus ancienne discute également la question de la portée de la *Best Price Rule* en relation avec une fusion par indemnisation au sens de la LFus. D'après ces opinions, la condamnation judiciaire au versement d'une soulte conformément à l'art. 105 LFus ne déclenche pas l'application de la *Best Price Rule*, dans la mesure où celle-ci ne repose pas sur une décision de l'offrant (THOMAS REUTTER/MARIEL HOCH CLASSEN, *Fusionsgesetzliche Ausgleichsklage und börsenrechtliche Preisvorschriften – Auflösung eines Normwiderspruchs*, in NEDIM PETER VOGT/ERIC STUPP/DIETER DUBS (édit.), *Unternehmen – Transaktion – Recht*, Liber Amicorum für ROLF WATTER, Zurich/Saint-Gall 2008, 381 ss, p. 396 ss ; URS SCHENKER, *Schweizerisches Übernahmerecht*,



Berne 2009, p. 278 ; DIETER GERICKE/KARIN WIEDMER, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), Zurich/Bâle/Genève 2011, ch. 66 ad art. 10 OOPA).

## 5.5 Analyse au cas d'espèce

### 5.5.1 Motifs invoqués par Parjointco

[38] Parjointco fait valoir qu'une violation de la *Best Price Rule* suppose que l'Offrante acquière des titres de participation de Pargesa à un prix supérieur à celui de l'offre. Or la fusion envisagée n'impliquerait pas, d'après elle, l'acquisition d'actions Pargesa ni le paiement d'un prix pour ces titres. Les actions détenues par les actionnaires minoritaires de Pargesa cesseraient simplement d'exister – ce concomitamment à Pargesa, en sa qualité de société transférante. Parjointco se prévaut aussi de ce que l'indemnité due dans le cadre d'une fusion par indemnisation ne constitue pas un prix d'acquisition, mais une indemnité dont la fonction consiste à dédommager les actionnaires dépossédés de leurs titres du fait de la fusion. La soulte déterminée conformément à l'art. 105 LFus ne pourrait pas non plus être qualifiée de prix au sens de l'art. 10 al. 1 OOPA, car elle constitue une décision judiciaire (act. 3/1, p. 15 s.). Parjointco évoque encore que l'éventuelle condamnation au versement d'une soulte selon l'art. 105 LFus n'interviendrait qu'après l'échéance du délai de six mois prévu par la *Best Price Rule* et se situerait dès lors en dehors du champ d'application temporel de cette règle. En tout état, l'assimilation de la condamnation au versement d'une soulte à une violation de la *Best Price Rule* se heurterait à des impossibilités pratiques et introduirait un élément d'incertitude insupportable pour les parties, et domageable pour le marché suisse des prises de contrôle en général (act. 3/1, p. 16 ; act. 9/1, p. 3). Enfin, une interprétation de la *Best Price Rule* « qui obligerait les offrants à attendre dans tous les cas l'expiration du délai de six mois de l'article 10 al. 1 OOPA pour procéder à une fusion squeeze out à l'issue d'une offre ne servirait aucun objectif légitime » (act. 9/1, p. 3).

### 5.5.2 En l'espèce

[39] Il ressort de la pratique développée dans l'affaire *Maag Holding AG* que la *Best Price Rule* trouve application dans le cadre d'une fusion par indemnisation si le contrat de fusion est conclu dans les six mois qui suivent l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation (cf. *supra* ch. [31]). Il n'existe en l'espèce aucun motif de remettre en cause cette pratique, qui ne relève d'aucun formalisme dépourvu de justification. En particulier, l'art. 10 OOPA fixe de manière claire la durée d'application de la *Best Price Rule*. Partant, la fusion par indemnisation envisagée par Parjointco postérieurement à l'offre publique d'échange sera considérée comme une opération pertinente du point de vue de la *Best Price Rule* si le contrat de fusion est conclu dans les six mois qui suivent l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation de l'offre envisagée. A cet égard, l'égalité de traitement entre les actionnaires suppose que l'Offrante acquière des actions au porteur Pargesa selon le même rapport d'échange que celui appliqué dans le cadre de l'offre envisagée, c'est-à-dire que les actionnaires de Pargesa se voient remettre un nombre d'actions GBL correspondant à celui offert dans le cadre de l'offre. D'éventuelles acquisitions d'actions



Pargesa selon un rapport d'échange supérieur, pendant les six mois qui suivent l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation, enfreindraient la *Best Price Rule*.

[40] Par ailleurs, si l'affaire *Maag Holding SA* ne se prononce pas sur la question de la compatibilité du paiement d'une éventuelle soulte selon l'art. 105 LFus avec la *Best Price Rule*, la motivation de la décision 730/01 du 28 mai 2019 dans l'affaire *Alpiq Holding AG* (cf. *supra* ch. [32]) a valeur d'*obiter dictum* (cf. *supra* ch. [33]). Quant à la doctrine, elle est partagée (cf. *supra* ch. [34] ss). La question se pose dès lors de savoir si l'*obiter dictum* présenté dans l'affaire *Alpiq Holding AG* peut être considéré comme décisif pour le sort de la présente affaire, c'est-à-dire si la condamnation éventuelle au paiement d'une soulte conformément à l'art. 105 LFus est susceptible de déclencher l'application de la *Best Price Rule*.

[41] Il n'existe en l'espèce aucun motif de s'écarter de l'*obiter dictum* susvisé. Ainsi, une condamnation éventuelle au paiement d'une soulte en application de l'art. 105 LFus s'inscrit dans le champ d'application de la *Best Price Rule* si le contrat de fusion conclu dans le cadre de la fusion par indemnisation l'est dans les six mois qui suivent l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation. La condamnation de l'Offrante au paiement d'une soulte en application de l'art. 105 LFus dans le cadre d'une fusion par indemnisation conclue pendant le délai supplémentaire d'acceptation aurait donc pour effet de profiter à tous les actionnaires ayant accepté l'offre présentée préalablement à la fusion. Ce résultat n'apparaît ni injustifié, ni disproportionné. En particulier, il ne restreint pas les droits de Parjointco de manière excessive ; celle-ci demeure libre de procéder à la fusion envisagée après l'échéance de la *Best Price Rule*.

[42] Dans ce contexte, l'argument de Parjointco selon lequel l'indemnité due dans le cadre d'une fusion par indemnisation au sens de l'art. 8 al. 2 LFus ne constituerait pas un « prix » d'acquisition, librement consenti entre les parties, mais une indemnité destinée à dédommager les actionnaires dépossédés de leurs actions Pargesa à l'issue de la fusion, revêtant un caractère unilatéral et contraignant, ne saurait être suivi. En effet, la possibilité conférée aux actionnaires qui s'estimeraient lésés par le dédommagement alloué dans le cadre de la fusion de saisir le juge d'une action en évaluation de ce dédommagement selon l'art. 105 LFus trouve précisément son origine dans le contrat de fusion, librement convenu par les parties à la transaction. La fusion par indemnisation des art. 8 al. 2 et 18 al. 5 LFus constitue un succédané de l'action en annulation des titres résiduels au sens de l'art. 137 LIMF (*squeeze out*), laquelle suppose des manifestations de volonté réciproques et concordantes. Le contrôle judiciaire rétrospectif de l'art. 105 LFus permet la correction pécuniaire d'une atteinte au principe de la continuité du sociétariat, dans le prolongement de la fusion par indemnisation librement agréée entre les parties. En l'espèce, Parjointco est donc libre de procéder ou non avec une fusion par indemnisation ensuite de l'offre envisagée.

## 5.6 Conclusion

[43] Au vu de ce qui précède, la Commission constate qu'une fusion par indemnisation entre Pargesa et l'Offrante, en vertu des art. 8 al. 2 et 18 al. 5 LFus, s'inscrit dans le champ d'application





de la *Best Price Rule* selon l'art. 10 OOPA si le contrat de fusion est conclu dans un délai de six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation de l'offre publique d'échange envisagée. Dans ce cadre, la remise aux actionnaires minoritaires de Pargesa d'un droit à obtenir un nombre d'actions GBL supérieur à celui offert dans le cadre de l'offre serait assimilable à une opération déclenchant l'application de la *Best Price Rule*. Une condamnation éventuelle de l'Offrante à verser une soulte aux actionnaires minoritaires de Pargesa en application de l'art. 105 LFus constituerait également une opération pertinente du point de vue de la *Best Price Rule*, pour autant que le contrat de fusion soit conclu dans un délai de six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation de l'offre publique d'échange envisagée.

## 6. Le traitement des plans de participation (*stock options*) émis par Pargesa

### 6.1 Dispositions applicables

#### 6.1.1 Egalité de traitement des détenteurs de titres de participation

[44] Selon l'art. 127 al. 2 LIMF, l'offrant est tenu de traiter sur un pied d'égalité tous les détenteurs de titres de participation de la même catégorie. Le principe de l'égalité de traitement des détenteurs de titres de participation s'applique à toutes les catégories de titres de participation et aux dérivés de participation visés par l'offre (art. 9 al. 1 OOPA).

[45] En vertu de l'art. 9 al. 2, 1<sup>ère</sup> phr., OOPA, l'offre doit porter sur toutes les catégories de titres de participation cotés de la société visée. Dans l'hypothèse où l'offre porte aussi sur des titres de participation non cotés de la société visée ou sur des dérivés de participation, le principe de l'égalité de traitement vaut également pour ceux-ci (art. 9 al. 2, 2<sup>ème</sup> phr., OOPA). Selon l'art. 9 al. 3 OOPA, l'offrant doit veiller à ce qu'un rapport raisonnable existe entre les prix offerts pour les différents titres de participation et dérivés de participation. Par ailleurs, une offre doit aussi porter sur les titres de participation provenant de dérivés de participation jusqu'à la fin du délai supplémentaire d'acceptation, mais pas obligatoirement sur les dérivés de participation eux-mêmes (art. 9 al. 4 OOPA).

#### 6.1.2 La *Best Price Rule*

[46] La *Best Price Rule* requiert que si, entre l'annonce préalable d'une offre et les six mois qui suivent l'échéance de son ultime délai d'acceptation, l'offrant acquiert des titres de participation à un prix supérieur à celui de l'offre, ce prix soit étendu à tous les destinataires de l'offre (art. 10 al. 1 OOPA). Cette règle est également applicable à l'acquisition de dérivés de participation, tels les droits d'option ou de conversion, et aux offres portant sur des dérivés de participation en vertu de l'art. 10 al. 2 OOPA.

[47] D'après la pratique constante de la Commission, lorsque des plans de participation émis en faveur de dirigeants et de collaborateurs sont adaptés dans le cadre d'une offre, les attributions en leur faveur sont converties en titres de participation de la société visée ; ces titres sont, par



suite de cette conversion, matériellement soumis à l'offre et donc soumis au respect de la *Best Price Rule*, si la société visée agit de concert avec l'offrant au sens de l'art. 11 OOPA (cf. décision 711/02 du 25 janvier 2019 dans l'affaire *CEVA Logistics AG*, ch. 33 ; décision 699/01 du 31 juillet 2018 dans l'affaire *Bank Clerc AG*, ch. 17).

## 6.2 Analyse au cas d'espèce

[48] Selon la Requête, Pargesa a établi depuis 2007 un plan d'options pour la rémunération de certains de ses employés et organes. Des options permettant l'acquisition d'actions au porteur Pargesa sont attribuées sur une base annuelle en application de ce plan et ont une durée de dix ans. Elles sont définitivement acquises et deviennent exerçables (*vesting*) pendant les trois ans qui suivent leur octroi. En cas d'exercice, chaque option donne à son titulaire le droit d'acquérir une action au porteur Pargesa à un prix fixé d'avance. Au 31 décembre 2019, le nombre total d'options non exercées était de 231'165, dont 181'398 étaient définitivement acquises et exerçables.

[49] Selon la Requête, l'ensemble des options émises en vertu des plans de participation de Pargesa seraient déclarées exerçables en relation avec l'offre d'échange envisagée. Leur durée serait réduite de façon à ce que les options qui n'auraient pas été exercées à l'échéance de la période d'offre expireraient. Cet ajustement ne créerait pas d'avantage particulier pour les détenteurs d'options, qui seraient placés sur un pied d'égalité avec les actionnaires de Pargesa. Pour bénéficier de l'offre d'échange, ils devraient en effet apporter leurs actions Pargesa à l'offre comme les autres actionnaires de Pargesa. Ils devraient attendre l'exécution de l'offre pour obtenir les actions GBL qui leur reviendraient dans le cadre de l'échange. Il n'est pas envisagé de régler les obligations dérivant de l'exercice des *stock options* émises par le paiement de montants en espèces.

[50] Il découle de ce qui précède que les attributions en faveur des dirigeants et collaborateurs de Pargesa ont exclusivement pour objet une exécution en nature (*Realerfüllung*), dans la mesure où elles donnent droit à leur titulaire, au moment de la conversion, à un nombre d'actions Pargesa qui correspond au nombre d'actions sous-jacentes des dérivés, qui peuvent ensuite être apportées à l'offre d'échange envisagée aux conditions de celle-ci. La modification des termes des *stock options* de Pargesa prévue en l'espèce, qui implique l'exerçabilité immédiate des options octroyées en vertu des plans de participation de Pargesa ainsi que l'abréviation de la période d'exercice de ces options pour que cette dernière corresponde à la fin de la période d'acceptation de l'offre envisagée, ne contrevient ni à l'égalité de traitement entre les actionnaires de Pargesa au sens des art. 127 al. 2 LIMF et 9 OOPA, ni à la *Best Price Rule* selon l'art. 10 OOPA.

—



## 7. Action de concert dans le cadre de l'offre envisagée de Power et des entités qu'elle contrôle avec Parjointco

### 7.1 Dispositions applicables

[51] Dans le cadre d'une offre et en relation avec l'art. 127 al. 3 LIMF, l'art. 12 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).

[52] Les personnes qui agissent de concert avec l'offrant dans le cadre de l'offre en vertu de l'art. 11 OOPA sont soumises aux devoirs découlant de l'art. 12 OOPA. Dans l'hypothèse d'une offre d'échange purement volontaire dont le prix consiste entièrement ou partiellement 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). Les personnes qui agissent de concert avec l'offrant dans le cadre de l'offre sont également soumises aux règles de la transparence (art. 12 al. 1 let. a et 23 OOPA), à la *Best Price Rule* (art. 12 al. 1 let. b et 10 OOPA), ainsi qu'aux obligations de loyauté (art. 12 al. 1 let. c et 13 al. 1 OOPA) et de publicité des prises de participation (art. 12 al. 1 let. d OOPA, art. 134 LIMF et chapitre 8 OOPA). Il incombe à l'organe de contrôle de vérifier le respect de ces règles (art. 28 OOPA).

[53] En vertu de l'art. 19 al. 1 let. 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 724/01 du 17 avril 2019 dans l'affaire *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, consid. 4).

### 7.2 Pratique de la Commission

[54] Selon la pratique de la Commission, les personnes morales que l'offrant contrôle directement et indirectement, les actionnaires qui dominent l'offrant directement et indirectement, et les personnes morales que ces actionnaires contrôlent directement et indirectement sont notamment réputés agir de concert avec l'offrant dans le cadre de l'offre (cf. décision 652/01 du 14 février 2017 dans l'affaire *Actelion Ltd.*, consid. 3.1).

[55] Dans sa pratique récente, la Commission a, à différentes reprises, considéré que la présomption d'action de concert en vertu de l'art. 11 al. 1 OOPA ne s'appliquait pas à certaines entités contrôlées par des collectivités publiques. Dans l'affaire *Publigroupe S.A.*, la Commission a notamment jugé qu'une collectivité publique qui détient plus de 50% des droits de vote ou du capital de l'offrant n'est réputée agir de concert avec lui qu'à la condition supplémentaire « qu'elle



*intervienne effectivement dans la prise de contrôle de la société visée ou dans les décisions qui l'ont précédée, ou encore que, d'une manière générale, elle intervienne régulièrement dans les décisions stratégiques ou d'importance comparables prises par l'offrant* » (cf. décision 562/02 du 3 juillet 2014 dans l'affaire *Publigroupe S.A.*, consid. 3.2.1). Cette pratique a été confirmée dans les affaires *Syngenta SA* (cf. décision 624/02 du 7 mars 2016 dans l'affaire *Syngenta AG*, consid. 11) et *Bank Cler AG* (cf. décision 699/01 du 31 juillet 2018 dans l'affaire *Bank Cler AG*, consid. 9). Dans les cas précités, il s'agissait toujours de déterminer si une collectivité publique dominant l'offrant formait un groupe organisé ou agissait de concert avec lui, soit la Confédération suisse dans l'affaire *Publigroupe S.A.*, la République populaire de Chine (par l'entremise du *State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council*) dans l'affaire *Syngenta SA*, ou le canton de Bâle-Ville dans l'affaire *Bank Cler AG*.

[56] La Commission n'a encore jamais déterminé si des circonstances autres que la présence de groupes contrôlés par des collectivités publiques sont susceptibles de justifier d'écarter la présomption d'action de concert appliquée aux sociétés contrôlées.

### 7.3 Analyse au cas d'espèce

#### 7.3.1 Motifs invoqués par Parjointco

[57] Selon la Requête, les groupes Frère et Desmarais – qui ont annoncé détenir conjointement une participation majoritaire dans Pargesa (cf. *supra* let. B) – agiraient de concert avec l'Offrante dans le cadre de l'offre publique d'échange envisagée et seraient donc notamment soumis à l'obligation de proposer une alternative en espèces en application de l'art. 9a al. 1 OOPA et à la *Best Price Rule* selon l'art. 10 OOPA.

[58] Parjointco estime toutefois que la présomption d'action de concert ne doit en l'espèce pas être étendue aux sociétés du groupe Desmarais, notamment aux filiales de Power et de Financière Power. D'après elle, ces sociétés pourraient être amenées à traiter les actions Pargesa ou GBL dans le cadre de leur activité ordinaire, sans que cela n'ait un lien quelconque avec l'offre envisagée (act. 3/1, p. 18). Le fait que toute acquisition d'actions Pargesa contre paiement en espèces donne lieu à l'obligation de présenter une offre d'acquisition en espèces à tous les actionnaires de Pargesa serait disproportionné, en ce que cette exigence ferait obstacle à l'offre d'échange envisagée et obligerait les groupes Frère et Desmarais à essayer d'empêcher toutes les personnes agissant de concert avec l'Offrante de traiter les actions Pargesa dans le cadre de leur activité. Cela impliquerait notamment de faire approuver l'interdiction du négoce des actions Pargesa aux organes de nombreuses sociétés cotées en bourse (Power, Financière Power, Lifeco et IGM). Ces circonstances justifieraient donc d'écarter la présomption d'action de concert généralement appliquée aux sociétés contrôlées (act. 3/1, p. 18 s.) par analogie avec la pratique de la Commission développée dans l'affaire *Publigroupe S.A.* relative à l'action de concert en présence de groupes contrôlés par des collectivités publiques (act. 3/1, p. 19 et act. 9/2, p. 4).



[59] A l'appui des motifs susvisés, Parjointco a soumis à la Commission des organigrammes détaillés des entités contrôlées par Power par l'entremise de Financière Power et plus particulièrement de GBL et d'IGM (act. 9/2 – 12).

### 7.3.2 En l'espèce

[60] La présente affaire diffère des affaires précitées (cf. *supra* ch. [55]), en ce sens que toutes les personnes agissant de concert avec l'Offrante en vertu de l'art. 11 OOPA (cf. *supra* let. C à E) sont des sociétés de droit privé, notamment Power, Financière Power, Lifeco et IGM, qui font partie du groupe Desmarais. L'Offrante, filiale détenue intégralement par Parjointco (cf. *supra* let. J(a)), ne serait ainsi dominée, directement ou indirectement, par aucune collectivité publique. La pratique de la Commission applicable à l'action de concert en présence de groupes contrôlés par des collectivités publiques n'est donc d'aucune utilité à Parjointco, Power, Financière Power, Lifeco ou IGM. La conclusion no. 5 de Parjointco doit être rejetée pour ce motif déjà. Parjointco et les sociétés énumérées aux let. C à E agiraient donc de concert avec l'Offrante en vertu de l'art. 11 al. 1 OOPA dans le cadre de l'offre publique d'échange envisagée.

[61] Les circonstances évoquées par Parjointco ne conduisent pas à un résultat différent. Il incombe à l'Offrante de prendre toutes les mesures utiles et nécessaires pour s'assurer que les personnes qui agissent de concert avec elle n'acquièrent pas, contre espèces, des actions Pargesa. L'Offrante ne peut s'exonérer du risque, corrélatif, que la nature du prix de l'offre s'en trouve fondamentalement modifiée. Ce régime a pour but de protéger l'égalité de traitement entre les actionnaires, en s'assurant que l'Offrante ne fasse pas acheter, contre espèces, des actions Pargesa par des personnes agissant de concert avec elle. A cet égard, la taille et l'organisation du groupe Desmarais ne sauraient modifier ce résultat.

[62] La restriction imposée à l'Offrante et à ses partenaires d'acquérir, contre espèces, des actions Pargesa n'apparaît pas non plus excessive. Elle est limitée dans le temps, dans la mesure où elle ne s'applique que pendant l'intervalle entre la publication de l'offre ou de son annonce préalable et l'exécution de l'offre. Après cette échéance, l'Offrante est libre d'acquérir des actions Pargesa contre des espèces. Il ne paraît dès lors pas disproportionné d'imposer à l'Offrante et aux personnes agissant de concert avec elle le respect des devoirs figurant à l'art. 12 OOPA. A cela s'ajoute que la présentation d'une offre volontaire d'échange relève de la décision même de Parjointco. Pour cette raison, elle ne saurait s'affranchir des restrictions particulières aux offres d'échange, applicables non seulement à elle-même, mais aussi aux personnes qui agissent de concert avec elle dans le cadre de l'offre envisagée. Enfin, le fait que Power et les entités qu'elle contrôle soient soumises à une surveillance étrangère ne justifie pas non plus une dérogation à ces dispositions. Le droit étranger, en particulier canadien, ne saurait influencer sur le respect ou l'interprétation des dispositions de droit suisse en matière d'action de concert.

[63] Il s'ensuit que toutes les sociétés agissant de concert avec l'Offrante au sens de l'art. 11 OOPA – notamment Parjointco, Power, Financière Power, Lifeco et IGM – sont tenues au respect des devoirs découlant de l'art. 12 OOPA, parmi lesquels l'art. 9a al. 1 OOPA. Le cas échéant,



l'Offrante devra se laisser imputer les acquisitions contre espèces d'actions Pargesa effectuées par ces personnes. Il incombera à l'organe de contrôle de vérifier si les dispositions de la LIMF et de ses ordonnances d'application, ainsi que les décisions de la Commission relatives à l'offre envisagée sont respectées (art. 28 al. 1, 1<sup>ère</sup> phr., OOPA ; cf. *supra* ch. [52]).

[64] La conclusion no. 5 de Parjointco est rejetée.

—

## 8. Prise de position du conseil d'administration

[65] L'offrant peut soumettre à la Commission le projet d'une annonce préalable avant sa publication (art. 59 al. 1 OOPA). Selon l'art. 59 al. 2, 1<sup>ère</sup> phr., OOPA, la Commission ouvre une procédure et invite la société visée à prendre position. Dans toutes les autres procédures, notamment lorsque la Commission est saisie d'une requête, la Commission ouvre une procédure et invite les parties à déposer une prise de position (art. 61 al. 1 OOPA).

[66] En l'espèce, la prise de position du conseil d'administration de Pargesa, soumise à l'examen de la Commission, soutient la Requête (cf. *supra* let. K s.) et respecte les critères précités.

—

## 9. Publication

[67] Après avoir entendu les parties, la Commission rend une décision et la publie sur son site internet (art. 59 al. 2, 1<sup>ère</sup> phr., et 61 al. 2 OOPA). Selon l'art. 61 al. 3 OOPA, la société visée publie la prise de position de son conseil d'administration (lit. a), le dispositif de la décision de la Commission (lit. b), ainsi que le délai et les conditions dans lesquels un actionnaire qualifié peut former opposition contre celle-ci (lit. c).

[68] Parjointco requiert la Commission de ne pas publier la présente décision avant que la Transaction Envisagée n'ait été annoncée publiquement (cf. *supra* let. N). En l'espèce, au vu de l'intérêt de Parjointco à ce que la Transaction Envisagée soit traitée de manière confidentielle, la Commission fait droit à la demande y relative de Parjointco. La présente décision sera donc publiée après que la Transaction Envisagée aura été annoncée publiquement par Parjointco.

[69] Selon l'art. 61 al. 3 et 4 OOPA, Pargesa publiera le dispositif de la présente décision au plus tard trois jours de bourse après que Parjointco aura annoncé publiquement la Transaction Envisagée.

[70] La présente décision sera également publiée sur le site internet de la Commission le jour de la publication visée au chiffre marginal précédent (cf. art. 138 al. 1, 2<sup>ème</sup> phr., LIMF).

—

—

—



## 10. Emolument

[71] En vertu des art. 126 al. 5 LIMF et 118 al. 1, 1<sup>ère</sup> phr., OIMF, la Commission prélève un émolument lorsqu'elle statue sur des questions liées aux offres publiques d'acquisition. Cet émolument s'élève, au plus, à CHF 50'000, selon l'ampleur et la difficulté de l'affaire (art. 118 al. 2 OIMF).

[72] En l'espèce, au vu du nombre et de la complexité des questions qui lui sont soumises, la Commission fixe l'émolument à charge de Parjointco à CHF 40'000.

—





## La Commission des OPA décide :

1. Il est constaté que la clause d'opting out figurant à l'art. 10 des statuts de Pargesa Holding SA est valable et déploie ses effets à l'égard de tout actionnaire ou groupe d'actionnaires qui franchirai(en)t le seuil de 33⅓% des droits de vote de Pargesa Holding SA.
2. Il est constaté que, dans le cadre de l'offre publique d'échange envisagée pour toutes les actions au porteur de Pargesa Holding SA, l'Offrante pourrait subordonner le succès de l'offre d'échange aux faits que :
  - i. à l'échéance de la période d'offre (éventuellement prolongée), elle ait reçu des déclarations d'acceptation valables pour un nombre d'actions au porteur de Pargesa Holding SA qui, additionné au nombre d'actions de Pargesa Holding SA détenues par les personnes qui agiraient de concert avec l'Offrante, représenterait au moins 90% des droits de vote de Pargesa Holding SA ;
  - ii. l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires du Groupe Bruxelles Lambert ait accepté la modification des statuts du Groupe Bruxelles Lambert relative au droit de vote double pour les actions du Groupe Bruxelles Lambert entièrement libérées qui sont inscrites depuis au moins deux années sans interruption au nom du même actionnaire dans le registre des actions nominatives du Groupe Bruxelles Lambert, suivant les modalités prévues par le nouveau code des sociétés et des associations belge ; et
  - iii. aucune autorité judiciaire ou administrative n'ait rendu de décision empêchant, prohibant ou qualifiant d'inadmissible l'offre ou son exécution.
3. Il est constaté que l'absorption de Pargesa Holding SA par l'Offrante, dans les six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation de l'offre, dans le cadre d'une fusion par indemnisation au sens des art. 8 al. 2 et 18 al. 5 LFus impliquant la remise aux actionnaires minoritaires de Pargesa Holding SA d'un droit à se faire remettre un nombre d'actions du Groupe Bruxelles Lambert correspondant à celui offert dans le cadre de l'offre publique d'échange envisagée, ne contreviendrait pas à la *Best Price Rule* selon l'art. 10 OOPA. Une condamnation éventuelle de l'entité résultant de la fusion de l'Offrante et de Pargesa Holding SA à verser une soulte aux actionnaires minoritaires de Pargesa en application de l'article 105 LFus déclencherait l'application de la *Best Price Rule* selon l'art. 10 OOPA si le contrat de fusion est conclu dans les six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire d'acceptation.
4. Il est constaté que la mise à terme du plan de *stock options* de Pargesa Holding SA, impliquant l'exercabilité immédiate de l'ensemble des options octroyées en application de ce plan, ainsi que l'abréviation de la période d'exercice de ces options pour que cette période corresponde à la fin du délai d'acceptation de l'offre publique d'échange envisagée, ne porterait pas atteinte à l'art. 127 al. 2 LIMF, au principe d'égalité de traitement selon l'art. 9 OOPA ou à la *Best Price Rule* selon l'art. 10 OOPA.



5. Il est constaté que les entités détenues directement, indirectement ou de concert avec des tiers par Power Corporation du Canada agiraient de concert avec l'Offrante au sens de l'art. 11 OOPA dans le cadre de l'offre publique d'échange envisagée.
6. La présente décision ne sera publiée qu'après l'annonce publique de la Transaction Envisagée par Parjointco N.V.
7. Pargesa Holding SA publiera le dispositif de la présente décision au plus tard trois jours de bourse après l'annonce publique de la Transaction Envisagée visée au chiffre 6 du présent dispositif.
8. La présente décision sera publiée sur le site internet de la Commission le jour de la publication par Pargesa Holding SA visée au chiffre 7 du présent dispositif.
9. L'émolument à charge de Parjointco N.V. est fixé à CHF 40'000.

Le président de la délégation :

Jean-Luc Chenaux

**Notification aux parties :**

- Parjointco N.V. et Pargesa Holding SA, représentées par M<sup>es</sup> Jacques Iffland et Marie-Hélène Spiess, Lenz & Staehelin AG, Genève.

**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).

—

**Opposition (art. 58 de l'ordonnance sur les OPA, RS 954.195.1)**

Un actionnaire qui détient au minimum 3% des droits de vote, exerçables ou non, de la société visée (actionnaire qualifié, art. 56 OOPA) et qui n'a pas participé à la procédure peut former opposition contre la présente décision. L'opposition doit être déposée auprès de la Commission



des OPA dans les cinq jours de bourse suivant la publication du dispositif de la présente décision. Le délai commence à courir le premier jour de bourse après la publication. L'opposition doit comporter une conclusion, une motivation sommaire et la preuve de la participation de son auteur conformément à l'art. 56 al. 3 et 4 OOPA (art. 58 al. 4 OOPA).

—