

B

**ÜBERNAHMEKOMMISSION
COMMISSIONE DELLE OPA**

**COMMISSION DES OPA
SWISS TAKEOVER BOARD**

Selnaustrasse 30
Postfach
CH - 8021 Zürich

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

RECOMMANDATION

du 21 juin 2007

Requête de Golay-Buchel Holding S.A., Lausanne, visant à la constatation de la licéité d'une clause d'opting out

A. Golay-Buchel Holding S.A. ("Golay-Buchel" ou "la Société") est une société anonyme dont le siège se trouve à Lausanne. Son capital-actions est de CHF 9'000'000, divisé en 34'263 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 100 chacune, privilégiées quant au droit de vote, avec restriction quant à la transmissibilité, et de 18'579 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 300 chacune. Par ailleurs, la Société dispose d'un capital-participation d'un montant nominal de CHF 3'000'000, entièrement libéré et divisé en 60'000 bons de participations au porteur d'une valeur nominale de CHF 50 chacun. Les actions au porteur ainsi que les bons de participation sont cotés à la SWX Swiss Exchange.

B. La totalité des 34'263 actions nominatives de CHF 100 sont la propriété de L.A.G. Finance S.A. (ci-après «LAG»), qui regroupe les actionnaires historiques de la Société et qui contrôle ainsi 64.8% des droits de vote ainsi que 38% du capital-actions, respectivement 28.6% du capital social de la société. L'ensemble des actionnaires de LAG forme un groupe sur la base d'une convention d'actionnaires (voir rapport annuel 2006 de Golay-Buchel, p. 32).

C. Les statuts de Golay-Buchel prévoient la clause d'opting out suivante:

« Article 10 bis :

Les propriétaires et les acquéreurs d'actions de la société ne sont pas tenus de présenter une offre publique d'acquisition portant sur tous les titres cotés de la société au sens des articles 32 et 52 LBVM (Opting-Out). »

Cette clause a été introduite lors de l'assemblée générale extraordinaire du 17 décembre 2001. Selon le procès-verbal de l'assemblée extraordinaire du 17 décembre 2001, l'introduction de la clause d'opting out a fait l'objet de très peu d'opposition de la part des actionnaires minoritaires présents à ladite assemblée. En effet, seules 15 voix se sont opposées à l'adoption de la dite clause et 7 se sont abstenues sur ce point. Au total, si l'on exclut les voix de l'actionnaire majoritaire ainsi que les 1'545 actions au porteur représentées par des représentants dépositaires, 11'011 actions au porteur étaient représentées sur les 18'579 actions au porteur émises.

D. Depuis 2006, il a été procédé à un recentrage de la Société sur son activité de base, soit le commerce de gros. Les activités de commerce de détail et de production ont été cédées (voir

communiqué de presse du 30 mars 2007 et rapport annuel 2006, p. 5). La Société a ainsi cédé à Svarowski sa participation de 50% dans la société Signity, entreprise commune avec Svarowski qui a également repris les machines et stocks liés à la production appartenant à la Société. Cette vente a été approuvée par l'assemblée générale extraordinaire du 31 octobre 2006 (voir communiqué de presse du 31 octobre 2006). Enfin le groupe a également vendu un immeuble (communiqué de presse du 9 novembre 2006).

E. NORINVEST HOLDING SA (ci-après «NIH») est la holding du groupe Cramer et l'actionnaire majoritaire de la banque Cramer & Cie SA (voir rapport annuel 2005 de la Banque Cramer & Cie SA, p. 19). Le Président du Conseil d'administration de NIH, Monsieur Massimo Esposito est également le Président du Conseil d'administration de Golay-Buchel depuis plusieurs années.

F. Par courrier du 4 mai 2007, complété le 14 et le 25 mai 2007, Golay-Buchel a demandé à la Commission des OPA de se prononcer sur la question suivante:

«NIH et ses actionnaires peuvent-ils valablement bénéficier de la clause d'opting out prévue dans les statuts de Golay-Buchel Holding SA et ne sont-ils dès lors pas soumis à l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition en cas de franchissement du seuil de 33,33% des voix d'une société par un actionnaire (32 al.1 LBVM)?»

En d'autres termes, la requête porte sur l'examen de la licéité de la clause d'opting out en cas de dépassement par NIH du seuil déclenchant une offre obligatoire et, partant, de savoir si NIH peut ou non s'en prévaloir.

G. La requérante allègue dans son mémoire que, se fondant sur le rapport d'un expert, le Conseil d'administration de la Société a pris la décision de faire fructifier les liquidités générées par la cession des activités en investissant dans le domaine financier. LAG, l'actionnaire majoritaire et historique de la Société, n'entend pas maintenir ce rôle dans le cadre d'un groupe dont les activités s'éloigneraient du métier de base historique du groupe. Le Conseil d'administration de Golay-Buchel a dès lors estimé qu'il était préférable de trouver un nouvel actionnaire de référence, qui serait actif dans le domaine financier. Or il est apparu que la holding du groupe Cramer, NIH (voir supra let. E), désireuse d'entrer en bourse, était intéressée à participer à une opération qui la verrait, d'une part, racheter les actions de LAG et, d'autre part, vendre à Golay-Buchel la banque Cramer.

H. Par ordonnance du 25 mai 2007, la Commission des OPA a requis diverses informations supplémentaires de la part de la Société, notamment une chronologie exacte des événements, tels que séances du conseil d'administration, respectivement de la direction générale qui ont finalement conduit à l'adoption de la nouvelle orientation de la Société. La Société a fourni les documents requis en date du 7 juin 2007.

I. Par ordonnance du 18 juin 2007, des renseignements complémentaires relatifs à l'adoption de la clause d'opting out ont été requis auprès de la Société qui a répondu dans le délai imparti.

J. La prochaine assemblée générale ordinaire a été convoquée pour le mardi 26 juin 2007.

K. Une délégation formée de Monsieur Henry Peter (Président de la délégation), Madame Claire Huguenin et Madame Susan Emmenegger a été constituée pour se prononcer sur la requête.

Considérants:

1. Introduction d'une clause d'opting out

1.1 L'assemblée générale extraordinaire du 17 décembre 2001 a adopté une clause d'opting out au sens de l'art. 22 al. 3 LBVM. Se pose dès lors la question de savoir si NIH est tout de même soumise à l'obligation de présenter une offre à tous les actionnaires de la société en cas de rachat direct ou indirect à LAG de son paquet d'actions Golay-Buchel.

1.2 L'introduction d'une clause d'opting out dans les statuts d'une société cotée en bourse ne doit pas entraîner pour les actionnaires un préjudice au sens de l'article 706 CO (voir également art. 22 al. 3 LBVM). Aux termes l'art. 706 CO, sont notamment annulables les décisions qui suppriment ou limitent les droits des actionnaires d'une manière non fondée (art. 706 al. 2 ch. 2 CO) ou entraînent pour les actionnaires une inégalité de traitement ou un préjudice non justifiés par le but de la société (art. 706 al. 2 ch. 3 CO). L'introduction d'une clause d'opting out dans les statuts d'une société doit résulter d'un choix abstrait entre deux systèmes réglant les conséquences d'un changement de contrôle. La clause d'opting out ne doit en revanche pas servir d'instrument à un ou plusieurs actionnaires en vue d'une prise de contrôle d'une société (voir ISABELLE CHABLOZ, Les clauses d'opting out sélectives in: Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Schweizerisches Übernahmekommission (éd.), Zurich/Bâle/Genève 2005, p. 115 ss ; HANS CASPAR VON DER CRONE/JACQUES IFFLAND/RENATE WEY, Aktuelle Fragen des Übernahmerechts, RSDA 2001, p. 112). Ainsi, une clause d'opting out n'est admissible que si sa portée est générale, en d'autres termes seulement si elle a été adoptée en faveur de tous les actionnaires. Selon la Commission fédérale des banques («CFB»), une clause d'opting out est considérée comme illicite lorsqu'elle a été introduite formellement en faveur d'un actionnaire déterminé (c'est-à-dire avec indication explicite dans les statuts de l'actionnaire favorisé – clause formellement sélective ou partielle; voir décision de la CFB du 23 juin 2000 dans l'affaire *Esec Holding AG/Unaxis Holding AG*). Selon la pratique de la Commission des OPA, il en va de même pour les clauses d'opting out matériellement sélectives, c'est-à-dire introduites implicitement en faveur d'une personne déterminée ou en vue d'une transaction déterminée (voir recommandation du 7 juillet 2004 dans l'affaire *Société des Gares Frigorifiques et Ports Francs de Genève SA*, consid. 1.2.2.1; recommandation du 3 mars 2004 dans l'affaire *Adval Tech Holding AG*, consid. 3.).

1.3 Selon la pratique de la Commission des OPA, il existe en principe une présomption de fait («tatsächliche Vermutung») selon laquelle une clause introduite il y a plus de 5 ans n'est plus matériellement sélective (recommandation du 3 mars 2004 dans l'affaire *Adval Tech Holding AG*, consid. 3.4 ; voir aussi recommandation du 20 juillet 2004 dans l'affaire *HPI Holding S.A.*, consid. 3). Selon l'expérience générale, il est en effet peu fréquent qu'une transaction de ce type soit planifiée plus de 5 ans à l'avance. Ladite présomption n'est cependant pas irréfragable si bien que, en présence d'indices allant dans un sens contraire, la Commission conserve la faculté de procéder à un examen de la question. Ceci est en particulier vrai en présence de clauses d'opting out adoptées après l'introduction en bourse de la société; il convient en effet dans ce cas d'être vigilant compte tenu des effets de l'introduction d'une telle clause d'opting out. Il est d'ailleurs rare qu'une clause d'opting out soit introduite en absence de toute intention relativement concrète de transaction, même à terme (voir ISABELLE CHABLOZ, Les clauses d'opting out sélectives in: Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Schweizerisches Übernahmekommission (éd.), Zurich/Bâle/Genève 2005, p. 124 et 126).

1.4 Dans le cas d'espèce, la clause d'opting out a été introduite lors de l'assemblée générale extraordinaire du 17 décembre 2001, c'est-à-dire il y a maintenant plus de 5 ans. La lettre de l'article 10bis des statuts contenant la clause d'opting out implique que la clause est valable pour « les propriétaires et les acquéreurs d'actions de la société », il ne s'agit donc pas d'une clause formellement sélective (voir supra let. C). Il n'en reste pas moins qu'à l'époque de l'introduction de la clause, M. Massimo Esposito était déjà Président du Conseil d'administration de Golay-Buchel et du repreneur potentiel NIH. Par ailleurs, cette dernière serait directement la première bénéficiaire de la clause d'opting out, tout comme indirectement M. Esposito en tant qu'un des actionnaires principaux de NIH (cf. rapport annuel 2005 de la banque Cramer & Cie SA, p. 19). On ne peut donc a priori exclure que la transaction envisagée, soit le rachat du paquet majoritaire d'actions Golay-Buchel de LAG par NIH, ait été envisagée lors de l'introduction de la clause d'opting out en décembre 2001 déjà et que la clause d'opting out ait été introduite en vue de cette transaction.

1.5 Selon la requérante, LAG n'entend pas maintenir son rôle d'actionnaire majoritaire dans le cadre d'un groupe dont les activités s'éloigneraient du métier de base historique du groupe, ce qui a poussé la Société à rechercher un repreneur. Il s'agit donc de déterminer si une telle diversification avait déjà été envisagée à l'époque de l'adoption de la clause d'opting out. Sur requête de la Commission des OPA, la requérante a fourni une chronologie des événements qui ont conduit à l'adoption de la nouvelle orientation de la Société (voir supra let. H). Il ressort des documents déposés qu'une éventuelle diversification dans le secteur financier n'a été discutée au sein du Conseil d'administration lors du second semestre 2006 et résulte notamment d'une analyse par un tiers de l'activité restante au sein du groupe, soit le commerce de gros. Par ailleurs, la Société a été, depuis 2001, l'objet de plusieurs restructurations et l'on peut considérer que l'évolution de la stratégie de la Société, notamment la cession des activités non liées au commerce de gros, n'était apparemment pas prévue en décembre 2001, pas plus qu'une éventuelle diversification dans un autre domaine.

1.6 Selon les documents fournis par la requérante, rien n'indique que l'adoption de la clause d'opting out soit intervenue en vue d'une opération spécifique. On peut ainsi exclure que l'introduction de la clause d'opting out dans les statuts soit corrélée à une intention de rachat par le Président du Conseil d'administration ou l'une de ces sociétés. Il convient par ailleurs de rappeler que l'adoption de la clause d'opting out n'avait pas seulement été soutenue par le pool d'actionnaires majoritaires, mais également par une large majorité des actionnaires minoritaires présents à l'assemblée (voir supra let. C).

1.7 Vu ce qui précède, il apparaît comme peu vraisemblable que la transaction projetée ait déjà été envisagée en décembre 2001 et que la clause d'opting out ait été adoptée à l'époque en faveur du Président du Conseil d'administration de Golay-Buchel ou de l'une de ses sociétés. Dans ces conditions, la clause d'opting out doit être considérée comme licite et valable en cas de dépassement du seuil de 33 1/3% par NIH. Par conséquent, un dépassement du seuil en cas d'achat direct ou indirect d'actions Golay-Buchel par NIH ainsi qu'une éventuelle fusion ultérieure entre Golay-Buchel et NIH ne déclenchera pas d'obligation de présenter une offre publique d'acquisition.

2. Publication de la présente recommandation

En vertu de l'art. 23 al. 3 LBVM, la recommandation sera publiée sur le site Internet de la Commission des OPA en date du 26 juin 2007, date qui correspond à la tenue de l'assemblée générale ordinaire de Golay-Buchel et durant laquelle il est prévu de rendre publique la transaction envisagée.

3. Emolument

Au vu de la complexité de l'état de fait, qui a nécessité un examen approfondi et qui dépasse le cadre d'une simple demande de renseignements, en application des articles 23 al. 5 LBVM, 57 al. 2 et 62 al. 6 OOPA, l'émolument pour l'examen de la présente requête est fixé à CHF 30'000.

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

1. Il est constaté que la clause d'opting out contenue à l'article 10bis des statuts de Golay-Buchel Holding, S.A., Lausanne, est licite en cas de dépassement du seuil de 33 1/3% par le rachat direct ou indirect d'actions Golay-Buchel par NORINVEST HOLDING SA, Genève.
2. La présente recommandation sera publiée le 26 juin 2007 sur le site Internet de la Commission des OPA.
3. L'émolument à charge de Golay-Buchel Holding S.A., Lausanne, s'élève à CHF 30'000.

Le Président de la délégation:

Henry Peter

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

Communication:

- à Golay-Buchel Holding S.A., par l'intermédiaire de leur mandataire;
- à la Commission fédérale des banques.