

B**ÜBERNAHMEKOMMISSION
COMMISSIONE DELLE OPA****COMMISSION DES OPA
SWISS TAKEOVER BOARD**Selnaustrasse 32
Postfach
CH - 8021 ZürichTel. 41 (0) 1 229 229 0
Fax 41 (0) 1 229 229 1
www.takeover.ch**RECOMMANDATION****du 16 juillet 2001****Offre publique d'acquisition de Multipapiers SA, Pully, aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier**

A. Baumgartner Papiers Holding SA (Baumgartner) est une société anonyme dont le siège est à Crissier, dans le canton de Vaud. Son capital est de CHF 13'000'000, divisé en 130'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 100.-- chacune. Ses actions sont cotées au marché principal de la Bourse suisse. Baumgartner détient 4000 actions propres représentant 3.08 % de son capital.

B. Multipapiers SA (Multipapiers) est une société anonyme dont le siège est à Pully, dans le canton de Vaud. Son capital de CHF 100'000.-- se compose de 1'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 100.--.

C. Le 8 juin 2001, Multipapiers a annoncé dans les médias électroniques qu'elle allait présenter une offre sur pour toutes les actions de Baumgartner. Le prix de l'offre était fixé à CHF 1'100.-- par action nominative de Baumgartner, moins le montant brut de tout dividende que Baumgartner pourrait verser à ses actionnaires jusqu'à l'exécution de l'offre. L'offre serait soumise à plusieurs conditions.

Le 12 juin 2001, l'annonce préalable a été publiée dans deux quotidiens en français et en allemand.

D. Le 18 juin 2001, Multipapiers a demandé à la Commission des OPA de constater que les conditions de son annonce préalable étaient conformes aux dispositions légales applicables. Par ordonnance du même jour, le président de la Commission des OPA a invité le conseil d'administration de Baumgartner à se déterminer sur cette requête. Ce dernier a pris position en temps utile. Le 25 juin 2001, le président a invité Multipapiers à se déterminer sur la prise de position du conseil d'administration de Baumgartner. Multipapiers a répondu à cette prise de position dans le délai imparti.

E. Une délégation formée de Hans Caspar von der Crone (président), Anne Héritier Lachat et Peter Hügler a été constituée pour se prononcer sur la requête.

Considérants:

1. Annonce préalable

Pour déployer les effets juridiques mentionnés à l'art. 9 OOPA, l'annonce préalable d'une offre publique d'acquisition doit contenir diverses indications sur l'offrant, la société visée et les titres de participation objet de l'offre, le prix offert pour ces titres, les délais de publication, la durée de l'offre et les éventuelles conditions auxquelles l'offre est soumise.

En l'espèce, il n'est pas contesté que l'annonce préalable du 8 juin 2001 contenait les différents éléments susmentionnés. Toutefois, le conseil d'administration de Baumgartner considère que certaines conditions de l'offre mentionnées dans l'annonce préalable violent l'art. 13 OOPA, et sont par conséquent irrégulières.

2. Renonciation de Baumgartner à l'application de sa clause d'agrément

2.1 Baumgartner critique la condition b) mentionnée dans l'annonce préalable, dont la teneur est la suivante:

Si la condition visée sous lettre a est remplie ou si MultiPapiers y renonce, le conseil d'administration s'engage publiquement, dans les cinq jours suivant la publication du résultat intermédiaire de l'Offre, à ne pas s'opposer à la requête d'un quelconque actionnaire ou groupe d'actionnaires d'inscrire au registre des actions avec droit de vote toute action acquise avant ou jusqu'à l'exécution de l'Offre (en conformité avec les statuts qui permettent en principe d'inscrire un actionnaire au-delà de la limite de 3%). MultiPapiers SA s'engage à proposer à l'assemblée générale, en cas de succès de l'Offre, d'abroger l'article 9 des statuts (clause d'agrément exceptionnelle à 3%)

Baumgartner fait valoir que la réalisation de cette condition supposerait qu'elle prenne un engagement contraire à ses statuts, ce qui lui serait impossible. La condition serait par conséquent irrégulière.

De son côté, Multipapiers considère que l'appréciation de la régularité de l'engagement requis de Baumgartner nécessite une interprétation du droit des sociétés. La Commission des OPA ne pourrait procéder à un tel examen qu'en présence d'une irrégularité manifeste. Toutefois, tel ne serait pas le cas en l'espèce. La question de la validité de la condition devrait donc être tranchée par le juge civil.

2.2. L'art. 9 des statuts de Baumgartner a la teneur suivante.

"Le conseil d'administration peut refuser d'inscrire un acquéreur d'actions nominatives en tant qu'actionnaire à part entière pour autant que le nombre d'actions qu'il détient dépasse trois pour-cent du total des actions nominatives inscrites au registre des actions.

Les personnes morales et les sociétés de personnes ayant la capacité juridique qui sont regroupées entre elles par des liens en capital, en voix, par le biais d'une direction unique ou sous toute forme analogue, ainsi que des personnes physiques ou morales ou des sociétés de personnes qui agissent de façon coordonnée en vue d'éluider les restrictions en matière d'inscription, sont considérées comme un seul acquéreur du point de vue de cette disposition."

2.3 Selon l'art. 28 lit. c LBVM, les offres publiques d'acquisition doivent être conformes aux règles de loyauté. Le but de cette disposition est de garantir le sérieux des offres publiques d'acquisition. Le principe de loyauté exige entre autres que l'offre soit formulée de telle sorte qu'elle ne conduise aucune des parties à adopter un comportement contraire à la loi.

La Commission des OPA, comme toute autorité administrative, peut trancher à titre préjudiciel une question relevant d'une autre autorité si cela est nécessaire pour prendre sa propre décision (Arrêt du Tribunal Fédéral du 2 juillet 2001 dans l'affaire Baumgartner Papiers Holding SA c. Chambres des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques et cons.). Tel est le cas en l'espèce pour ce qui a trait à l'examen de la conformité de la condition b) avec le principe de loyauté selon l'art. 28 lit. c LBVM. En adoptant l'art. 9 des statuts, l'assemblée générale a autorisé le conseil d'administration à octroyer des dérogations à la clause d'agrément dans des cas particuliers justifiés. La condition b) de l'annonce préalable contraint le conseil d'administration de Baumgartner à l'octroi systématique de dérogations. Une telle pratique videra de tout sens la clause statutaire et constitue une abrogation de facto de celle-ci. Or, seule l'assemblée générale peut décider de l'abrogation de l'art. 9 des statuts. En demandant au conseil d'administration de Baumgartner de s'engager à ne plus appliquer cette disposition à l'avenir, Multipapiers demande à cet organe de prendre une décision qui ne relève manifestement pas de sa compétence et qui le conduit à adopter un comportement contraire à la loi. De ce fait, cette condition viole le principe de loyauté prévu à l'art. 28 lit. c LBVM. Elle est par conséquent illicite, et donc nulle.

3. Absence d'aliénation d'éléments importants de l'entreprise

Selon l'annonce préalable, Multipapiers prévoit de subordonner son offre à la condition suivante ("condition d"):

Jusqu'à l'échéance de l'Offre, Baumgartner n'effectue ou ne s'engage à aucun acte de disposition portant sur un quelconque actif significatif de sa division de merchanting ou de ses activités industrielles, incluant les actions des filiales Baumgartner Papiers SA, Crissier, Schweizer-Papier AG, Basel, Elco Papier AG, Allschwil, Elco Papier GmbH, D-Ettingen, Elco Papier GmbH, A-Wolfurt, Elco Papiers France Sàrl, F-Paris, Elco Paper UK Ltd., GB-Solihull, Baumgartner Inc., USA-Mebane, Compagnie Franco Suisse de Façonnage du Papiers, F-Ilfurt et Litofan SA, E-Barcelona ("les Filiales"). Un actif significatif est un actif d'une valeur de plus de Fr. 4 mio. La division de merchanting, les activités industrielles et les Filiales constituent l'objet principal de l'Offre au sens de l'art. 35 al. 2 lit. b de l'Ordonnance sur les OPA.

3.1. Baumgartner critique cette condition. Elle fait valoir que les seuils prévus sont si bas qu'il est pratiquement certain qu'ils seront atteints à l'issue de l'offre. La condition serait ainsi matériellement potestative, et par conséquent inadmissible.

Multipapiers conteste ce point de vue, tout en se déclarant prêt à relever les seuils mentionnés à la condition d) si cela est nécessaire à la validité de la condition.

3.2. La validité de la condition d) doit être examinée tant du point de vue de l'art. 13 OOPA que de l'art. 35 al. 2 OOPA.

a. Conformité de la condition d) à l'art. 13 OOPA

Baumgartner fait valoir que la condition d) constitue une condition résolutoire au sens de l'art. 13 al. 4 OOPA. Selon elle, une telle condition serait inadmissible en l'espèce. Cet argument est dépourvu de pertinence. L'annonce préalable indique clairement que la condition d) doit être satisfaite "jusqu'à l'échéance de l'Offre". Dans le système de l'art. 13 OOPA, il s'agit donc d'une condition suspensive.

Pour être conforme à l'art. 13 OOPA, la condition d) doit satisfaire à deux exigences: elle doit être formulée de façon suffisamment précise pour que sa réalisation puisse être "clairement établie à l'échéance de l'offre", d'une part, et sa réalisation ne doit pas apparaître d'emblée exclue (ce qui lui donnerait un caractère potestatif), d'autre part.

aa) La condition subordonnant l'offre au fait que Baumgartner "n'effectue ou ne s'engage à aucun acte de disposition portant sur un quelconque actif significatif de sa division de merchanting" est objectivement déterminable, et satisfait donc à la première de ces exigences. La division de merchanting est l'une des quatre divisions du groupe Baumgartner, pour laquelle la société a publié un chiffre d'affaire séparé conformément aux prescriptions FER. Les actifs de cette division peuvent donc être déterminés de façon objective, du moins sur le plan comptable.

Il en va différemment des "activités industrielles" de Baumgartner. Ce terme n'a aucune signification précise, dans la mesure en tout cas où il porte sur d'autres actifs que les participations énumérées à la condition d). Toutefois, si elle peut être interprétée comme la désignation collective de ces participations – ce que la rédaction actuelle n'exclut pas entièrement – la clause peut être considérée comme formulée de façon suffisamment précise pour être compatible avec l'art. 13 OOPA. Multipapiers devra ainsi préciser ce point dans le prospectus d'offre.

bb) Il reste à examiner si Multipapiers a formulé la condition d) de façon telle que sa réalisation apparaisse comme pratiquement certaine, ce qui lui donnerait un caractère potestatif et partant inadmissible. Multipapiers entend être libérée de son offre si Baumgartner dispose ou s'engage à disposer d'actifs de la division merchanting ou des activités industrielles de l'entreprise d'une valeur de plus de CHF 4 mio. Elle définit à la condition d) comme actif significatif tout actif d'une valeur de plus de CHF 4 mio. Cette valeur est relativement basse, dans la mesure où elle représente en effet moins de 2% de la somme du bilan consolidé arrêté au 31 décembre 2000.

La limite de CHF 4 mio. peut être jugée acceptable dans la mesure où elle se rapporte aux participations constituant les activités industrielles de Baumgartner. Matériellement, la formulation choisie par Multipapiers revient à soumettre l'offre à la condition que Baumgartner n'aliène aucune des filiales énumérées à la condition d). Compte tenu de la durée limitée de l'offre (art. 14 OOPA), une telle condition ne limite pas la liberté d'action de la société visée de façon inadmissible. Sa réalisation n'apparaît donc pas d'emblée comme certaine. La condition d) peut donc être considérée comme régulière sur ce point.

La situation est moins claire en ce qui concerne la "division de merchanting". Avec 40.87 % du chiffre d'affaires total du groupe, cette division est la plus importante du groupe Baumgartner. Pour une telle division, on ne peut pas d'emblée exclure que des actes d'administration courants nécessitent des dépenses de plus de CHF 4 mio. Lors de l'examen de l'admissibilité de ce seuil, il faut prendre en considération l'intérêt de la société visée et par conséquent celui de ses actionnaires à pouvoir accomplir les actes d'administration courants. Si cela n'est plus possible, Multipapiers pourrait compter sur le fait que sa condition d) sera réalisée à l'issue de l'offre, et que cette

dernière ne la lie donc pas. En l'état du dossier, la Commission des OPA n'est pas en mesure de déterminer si la somme de CHF 4 mio. constitue une limite acceptable pour la division de merchanting. Par application analogique de l'art. 35 al. 2 lit. a OOPA, tel serait le cas si ce montant était supérieur à 10% des actifs affectés à cette division. La condition devra être jugée irrégulière si cette condition n'est pas satisfaite.

Enfin, si Multipapiers peut régulièrement soumettre son offre à la condition que Baumgartner ne "s'engage à aucun acte de disposition" portant sur certains actifs, elle ne peut en revanche pas exiger que Baumgartner s'abstienne d'honorer un engagement déjà pris. Un tel engagement reviendrait à exiger un comportement illicite de Baumgartner ce qui, comme on l'a vu, n'est pas admissible.

b. Conformité de la condition d) à l'art. 35 al. 2 OOPA

L'art. 29 al. 2 LBVM interdit au conseil d'administration d'une société visée par une offre publique d'acquisition de "prendre de[s] décisions sur des actes juridiques qui auraient pour effet de modifier de façon significative l'actif ou le passif de la société" sans autorisation de l'assemblée générale. Le conseil d'administration excède ses compétences s'il autorise des actes de disposition en violation de cette disposition. Ces derniers sont alors nuls (dans ce sens rapport sur l'avant-projet rédigé par le groupe d'experts chargé d'élaborer une loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, mars 1991, p. 81).

Selon l'art. 35 al. 2 OOPA, sont notamment réputés susciter une modification significative de l'actif ou du passif de la société visée "la vente ou l'acquisition d'actifs de l'entreprise pour une valeur ou à un prix représentant plus de 10 pour cent de la somme du bilan (sur la base des derniers comptes annuels ou intermédiaires, le cas échéant consolidés)" (lit. a) ou "la vente ou l'engagement de parties de l'entreprise ou de valeurs immatérielles constituant l'objet principal et indiquées comme tel par l'offrant" (lit. b).

L'OOPA présume ainsi qu'une modification de 10 % de l'actif ou du passif de la société visée est "significative" au sens de l'art. 29 al. 2 LBVM. L'offrant ne peut pas abaisser ce seuil de 10% de son propre chef. Il peut néanmoins désigner certaines parties de l'entreprise ou certaines valeurs immatérielles comme étant l'objet principal de son offre pour déployer les effets prévus par l'art. 35 als. 2 lit. b OOPA. Ces parties ou valeurs doivent être décrits avec précision. La terminologie large utilisée par cette disposition, qui vise notamment une "partie d'entreprise", montre cependant qu'il n'y a pas lieu de se montrer trop rigoureux de ce point de vue. L'objet de l'offre n'a pas besoin d'être limité à un poste d'actif ou de passif déterminé. Un ensemble d'actifs et de passifs peut avoir cette qualité, à condition de pouvoir être déterminé de façon objective, par exemple d'un point de vue comptable. En outre, pour pouvoir être qualifiés d'objets principaux de l'offre, les éléments patrimoniaux désignés par l'offrant doivent avoir une certaine importance. Cependant, l'ensemble des actifs d'une société visée ne peut pas être qualifié d'objet principal.

Comme on l'a vu plus haut, la référence à la division merchanting est suffisamment précise pour satisfaire aux exigences de l'art. 35 al. 2 lit. b OOPA, dans la mesure où elle se réfère à l'une des divisions pour laquelle Baumgartner tient une comptabilité distincte en vertu des normes comptables applicables. En revanche, le renvoi aux "activités industrielles" n'est admissible que dans la mesure où il se rapporte aux filiales énumérées dans le texte de l'annonce préalable.

4. Absence d'intervention sur le marché des capitaux pour plus de 15 mio.

L'offre de Multipapiers est soumise à la condition suivante ("condition e"):

Jusqu'à l'échéance de l'Offre, aucune transaction dans les domaines du financement, les marchés des capitaux ou des fusions et acquisitions ou autre transaction d'ordre financier n'est décidée ou effectuée au niveau de Baumgartner ou de l'une quelconque des sociétés ou divisions du groupe Baumgartner d'une valeur totale supérieure à Fr. 15 mio.

4.1. Baumgartner qualifie cette condition de condition résolutoire à caractère potestatif en se référant au montant du budget d'investissement pour l'exercice 2001 qui s'élève à un montant supérieur à CHF 15 mio.

4.2. Cet argument n'est pas justifié. Sur ce point également, la rédaction de la condition ("jusqu'à l'échéance de l'offre") exclut clairement son caractère résolutoire. En outre, compte tenu de la période relativement brève dans laquelle s'inscrit une offre publique d'acquisition (cf. art. 14 OOPA), Baumgartner peut remplir la condition posée par Multipapiers sans souffrir un préjudice disproportionné. Le fait que Baumgartner ait prévu un budget de plus de CHF 15 mio. pour des acquisitions en 2001 ne change rien à cette situation.

5. Neutralité fiscale

Selon l'annonce préalable, l'offre de Multipapiers devrait être soumise à la condition suivante ("condition g"):

MultiPapiers SA obtient une confirmation des autorités fiscales compétentes que la transaction peut être effectuée essentiellement en neutralité d'impôt i.e. les impôts n'excèdent pas un montant total de Fr. 3 mio.

5.1. Baumgartner constate qu'elle n'est pas en mesure de se prononcer sur la régularité de cette condition, car elle ignore les détails de la transaction prévue. Cependant, elle considère que cette condition n'est probablement d'ores et déjà pas remplie.

5.2. Une offre soumise à la condition que l'administration fiscale renonce à percevoir les impôts normalement associés à une telle transaction aurait un contenu illicite et serait par conséquent nulle (cf. ch. 2.3. ci-dessus). La réserve d'une confirmation d'une autorité fiscale ne peut être admise que si la transaction envisagée requiert que l'autorité fiscale fasse usage d'un pouvoir d'appréciation.

En l'état du dossier, la COPA ne peut pas juger si cette condition est réalisée en l'espèce. Dans sa rédaction actuelle, la condition envisagée n'est pas admissible. Toutefois, l'offrant aura la faculté de préciser son contenu dans le prospectus d'offre (cf. ch. 8. ci-dessous). La Commission des OPA pourra alors se prononcer sur sa régularité.

6. Absence de nullité de l'une des conditions

Multipapiers se réserve le droit de renoncer à une ou plusieurs des conditions et précise que l'offre deviendra caduque si une quelconque des conditions mentionnées n'est pas remplie ou tenue pour nulle et à défaut d'y avoir renoncé.

Comme on l'a vu (voir ch. 2.3. ci-dessus), une condition dont le contenu est illicite est nulle. Sa non-réalisation ne permet pas à l'offrant d'être libéré de son offre.

Il en va de même d'une condition subordonnant l'offre au fait qu'aucune de ses autres conditions ne soit décrétée nulle. Si une telle clause était considérée comme valide, tout offrant aurait la possibilité de publier une offre sans être lié par les termes de cette dernière. Il lui suffirait pour cela d'assortir son offre d'une condition manifestement illicite, et de prévoir de surcroît que l'offre deviendra caduque si ce caractère illicite est constaté.

La réserve formulée par Multipapiers est ainsi nulle.

7. Autres conditions

Baumgartner ne critique pas les autres conditions mentionnées dans l'annonce préalable de Multipapiers. Ces conditions sont d'ailleurs usuelles et satisfont aux exigences de l'art. 13 OOPA.

8. Conséquence de l'irrégularité

8.1. Pour être valable, une annonce préalable d'offre publique d'acquisition doit mentionner les conditions auxquelles l'offre sera soumise (art. 7 al. 2 lit. f OOPA). L'introduction de conditions nouvelles est donc exclue après la publication de l'annonce préalable.

Certaines conditions que Multipapiers prévoit d'introduire dans son offre ne sont pas admissibles dans leur rédaction actuelle. Dans ce contexte, on peut se demander si l'auteur d'une condition nulle peut être autorisé à modifier cette dernière pour lui donner un contenu licite ou si la condition nulle doit simplement être réputée non écrite. Supprimer purement et simplement la condition nulle, sans permettre d'y substituer une condition licite, pourrait avoir des conséquences d'une extrême rigueur pour l'offrant. Une telle situation pourrait contrevenir au principe de proportionnalité (voir Häfelin/Müller, Grundriss des Allgemeinen Verwaltungsrechts, 3e édition, Zurich, n. 491 ss.). De pratique constante, la Commission des OPA a considéré qu'un offrant peut préciser une condition mentionnée dans son annonce préalable dans son prospectus d'offre.

8.2. En l'espèce, certaines des conditions litigieuses pourraient recevoir un contenu licite, sans pour autant devoir être qualifiées de conditions nouvelles.

Ainsi, Multipapiers pourrait valablement subordonner son offre à la condition d'être inscrite au registre des actions avec droit de vote pour la totalité de sa participation (cf. art. 32 al. 2 lit. b OBVM-CFB), en lieu et place de l'actuelle condition b). Une telle formulation respecterait la répartition des compétences entre le conseil d'administration et l'assemblée générale de la société. Elle laisserait le soin au conseil d'administration de la société visée de décider si l'inscription requise peut être décidée par voie de dérogation ou si la suppression de la clause statutaire d'agrément – et donc la convocation d'une assemblée générale extraordinaire – est nécessaire.

Le vice affectant éventuellement la condition d) pourrait être couvert par une modification des seuils prévus par cette clause.

Enfin, une précision de la condition g) pourrait permettre de la considérer comme admissible.

Il appartient à Multipapiers de décider si elle entend apporter les modifications ou les précisions nécessaires aux conditions susmentionnées ou si elle s'accommode de la sanction de nullité.

9. Publication de la présente recommandation

La présente recommandation sera publiée le 17 juillet 2001 sur le site Internet de la Commission des OPA, en application de l'art. 23 al. 3 LBVM.

10. Emolument

Un émolument sera perçu lors de l'établissement de la recommandation portant sur le fond.

Fondée sur ce qui précède, la Commission des OPA adopte la recommandation suivante:

1. Les conditions b) et g) de l'annonce préalable de Multipapiers SA ne sont sous leur forme actuelle pas conformes aux dispositions sur les offres publiques d'acquisition.
2. La condition d) de l'annonce préalable de Multipapiers SA est sous sa forme actuelle conforme aux dispositions sur les offres publiques d'acquisition à condition que le montant de CHF 4 mio. soit supérieur à 10% des actifs affectés à la division de merchanting.
3. La clause subordonnant l'offre de Multipapiers SA au fait qu'aucune constatation en nullité d'une condition ne soit prononcée est nulle.
4. Multipapiers SA est chargée de modifier les conditions et clauses mentionnées sous ch. 1 à 3 ci-dessus, à défaut de quoi ces dernières seront déclarées nulles.
5. L'annonce préalable est conforme pour le surplus aux dispositions de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995 et déploiera les effets juridiques de l'art. 9 OOPA pour autant que Multipapiers SA modifie les conditions et clauses mentionnées sous ch. 1 à 3 ci-dessus.

6. La présente recommandation sera publiée le 17 juillet 2001 sur le site Internet de la Commission des OPA.

Le Président:

Hans Caspar von der Crone

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 Multipapiers SA., par l'intermédiaire de son conseil
- à Baumgartner Papiers Holding SA, par l'intermédiaire de son conseil
- à la CFB